



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku

Evaluation of the Financial Performance of the Selected Company

Student:

Bc. Michaela Chýlková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Karolina Lisztwanová, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Michaela Chýlková**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Téma: **Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku**  
**Evaluation of the Financial Performance of the Selected Company**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti
3. Analýza finanční výkonnosti podniku prostřednictvím vybraných metod
4. Výkonnost podniku vyjádřená dle ukazatele ekonomické přidané hodnoty
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratek

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. rozšíř. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-96929-68-2.

GRANT, James L. *Foundations of Economic Value Added*. 2. vyd. New Jersey: John Wiley&Sons, 2003. 317 s. ISBN 0-471-23483-4.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

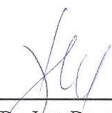
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Karolina Lisztwanová, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

**Prohlášení**

„Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 24. 4. 2015

Michaela Chýlková

Bc. Michaela Chýlková

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod .....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti .....</b>	<b>6</b>
2.1	Výkonnost podniku.....	6
2.2	Přístupy k měření výkonnosti.....	7
2.2.1	Účetní ukazatele výkonnosti .....	7
2.2.2	Ekonomické ukazatele výkonnosti .....	8
2.2.3	Tržní ukazatele výkonnosti .....	9
2.3	Finanční analýza .....	11
2.3.1	Horizontální a vertikální analýza .....	13
2.3.2	Poměrová analýza .....	14
2.4	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	22
2.4.1	Beaverův model.....	22
2.4.2	Altmanův model.....	23
2.4.3	Kralickuv Quick-test .....	24
2.4.4	Index bonity.....	27
2.4.5	Indexy <i>IN</i> .....	28
2.5	Ekonomická přidaná hodnota .....	31
2.6	Náklady kapitálu.....	33
2.6.1	Náklady na celkový kapitál .....	34
2.6.2	Náklady na cizí kapitál .....	34
2.6.3	Náklady na vlastní kapitál .....	35
2.7	Analýza soustav ukazatelů .....	39
2.7.1	Metody kvantifikace vlivů dílčích ukazatelů .....	40
2.7.2	Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty.....	42
<b>3</b>	<b>Analýza finanční výkonnosti podniku prostřednictvím vybraných metod .....</b>	<b>44</b>
3.1	Charakteristika společnosti .....	44
3.2	Horizontální a vertikální analýza.....	46
3.2.1	Horizontální analýza rozvahy.....	46
3.2.2	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	48
3.2.3	Vertikální analýza rozvahy.....	51
3.2.4	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	53

<b>3.3</b>	<b>Poměrová analýza .....</b>	<b>54</b>
3.3.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti .....	54
3.3.2	Ukazatele rentability .....	57
3.3.3	Ukazatele aktivity .....	59
3.3.4	Ukazatele likvidity .....	62
<b>3.4</b>	<b>Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....</b>	<b>63</b>
3.4.1	Beaverův model.....	63
3.4.2	Altmanův model .....	64
3.4.3	Kralickuv Quick-test .....	66
3.4.4	Index bonity.....	68
3.4.5	Indexy <i>IN</i> .....	68
<b>4</b>	<b>Výkonnost podniku vyjádřená dle ukazatele ekonomické přidané hodnoty .....</b>	<b>73</b>
4.1	Náklady kapitálu.....	73
4.2	Ekonomická přidaná hodnota .....	76
4.3	Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty .....	78
4.4	Celkové zhodnocení finanční výkonnosti společnosti HOCHTIEF CZ.....	82
<b>5</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>87</b>
	Seznam použité literatury .....	88
	Seznam zkratk .....	91
	<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
	<b>Seznam příloh</b>	
	<b>Přílohy</b>	

# 1 Úvod

Hodnocení a řízení finanční výkonnosti podniku je stěžejním úkolem podnikových činností, přičemž jejich cílem je prosperující firma s dlouhodobou perspektivou existence a se schopností pružně se přizpůsobit neustále se měnícím podmínkám prostředí, ve kterém funguje. Výkonnost podniku závisí na tom, jak firma využívá svou konkurenční výhodu, kterou získat a udržet v dnešní době je velmi těžké.

Pokud má výkonnost podniku růst, je nezbytné implementovat inovativní manažerské přístupy, filozofie, nástroje a techniky. S rozvojem kapitálových trhů se od tradičních metod postupně přešlo k moderním nástrojům pro měření výkonnosti. Tyto nástroje v sobě zahrnují faktor času, riziko i náklady na kapitál. Nicméně v podmínkách České republiky je mnoho těchto metod obtížně aplikovatelných, neboť kapitálový trh není tak rozvinutý jako v anglosaských zemích. Problémem je také silně daňově orientované účetní výkaznictví.

Cílem diplomové práce je zjištění, posouzení a zhodnocení finanční výkonnosti stavební společnosti HOCHTIEF CZ v letech 2009 – 2013 prostřednictvím finanční analýzy, bankrotních a bonitních modelů a ekonomické přidané hodnoty.

Práce je rozčleněna do 5 kapitol, přičemž první kapitola je úvod a pátá kapitola je závěr. Kapitola druhá je teoretická. Zde je v úvodu charakterizována výkonnost, včetně přístupů k jejímu měření. Dále je popsána finanční analýza a souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Poté je detailní pozornost věnována ekonomické přidané hodnotě a nákladům kapitálu. V závěru kapitoly je objasněna analýza soustav ukazatelů.

V úvodu následující kapitoly je charakterizována stavební společnost HOCHTIEF CZ. Dále je provedena finanční analýza, a to prostřednictvím horizontální a vertikální analýzy rozvahy a výkazu zisku a ztráty této firmy a analýzy poměrovými ukazateli. V závěru této kapitoly je společnost zhodnocena souhrnnými modely finanční úrovně.

Čtvrtá kapitola patří ekonomické přidané hodnotě. Nejprve jsou stanoveny náklady kapitálu pomocí stavebnicového modelu a následně je dopočítána ekonomická přidaná hodnota na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Rovněž je v této kapitole proveden pyramidový rozklad ukazatele ekonomické přidané hodnoty funkcionální metodou, včetně vyčíslení míry vlivu dílčích ukazatelů na jeho změnu. Na závěr je provedeno zhodnocení zjištěných výsledků společnosti HOCHTIEF CZ v letech 2009 – 2013.

## 2 Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti

V úvodu této kapitoly je charakterizována výkonnost podniku a přístupy k jejímu měření. Poté se text věnuje vybraným metodám pro hodnocení finanční výkonnosti podniku. Je zde definována finanční analýza, souhrnné modely hodnocení finanční úrovně a ekonomická přidaná hodnota, včetně způsobů stanovení nákladů kapitálu. Závěr kapitoly patří analýze soustav ukazatelů.

### 2.1 Výkonnost podniku

Obecně definoval výkonnost J. Wagner, kdy „výkonnost znamená charakteristiku, která popisuje způsob, respektive průběh, jakým zkoumaný subjekt vykonává určitou činnost, na základě podobnosti s referenčním způsobem vykonání (průběhu) této činnosti. Interpretace této charakteristiky předpokládá schopnost porovnání zkoumaného a referenčního jevu z hlediska stanovené kritériální škály“ (Wagner, 2009, s. 17). Nicméně v praxi žádná přesná definice neexistuje, jelikož různé subjekty mohou výkonnost hodnotit rozdílně. Podle Pavelkové a Knápkové (2012) těmito subjekty jsou:

- vlastníci, jež hodnotí výkonnost podle toho, zda jsou naplněna očekávání ohledně návratnosti vložených prostředků do podnikání,
- zákazníci, kteří se zaměřují především na uspokojení svých požadavků pomocí zakoupeného výrobku či služby a dále je zajímavá také jejich cena, kvalita, rychlost dodání nebo podmínky placení,
- dodavatelé a banky, jež vidí výkonnost jako schopnost firmy splácet své závazky,
- stát, který se zajímá, zda je podnik schopen platit daně,
- zaměstnanci, jež výkonnost klasifikují podle výše mezd a pracovních podmínek.

V souvislosti s výkonností podniku je potřeba rozlišit dvě rozdílné koncepce finančního řízení, a to Shareholder Value a Stakeholder Approach. Koncepci Shareholder Value lze charakterizovat jako hodnotu podniku pro vlastníky, jež vložili do podnikání vlastní myšlenku i prostředky a nesou největší riziko. Oproti tomu Stakeholder Approach představuje přístup, kde kromě zájmu akcionářů jsou do cíle podniku zahrnuty také zájmy všech, kteří jsou s podnikem spjati (např. věřitelé, investoři, zaměstnanci, spolupracovníci, zákazníci). „Rozdíl mezi oběma koncepty spočívá v tom, že u Shareholder Value konceptu je uspokojení požadavků zákazníků nebo zájmů zaměstnanců bráno jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, totiž tvorba hodnoty pro akcionáře, a ne jako cíl sám o sobě“ (Dluhošová, 2010, s. 16).



## 2.2 Přístupy k měření výkonnosti

Přístupy k měření výkonnosti se stále mění. Postupem času lze pozorovat odklon od tradičních účetních ukazatelů k moderním tržním ukazatelům. Podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím se rozlišují tři skupiny ukazatelů měření výkonnosti, které budou blíže specifikovány v následujícím textu.

### 2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

Tyto ukazatele výkonnosti se používaly do poloviny 80. let 20. století. Jde o tradiční ukazatele výkonnosti, které jsou založeny na účetní definici zisku. Vzhledem k tomu, že takto definovaný zisk nedokáže vyjádřit schopnost podniku generovat hotovostní toky, jsou tyto ukazatele kritizovány. Jak uvádí Dluhošová (2010), mezi hlavní problémy účetních ukazatelů patří nízká korelace k vývoji hodnoty na kapitálovém trhu, nezohlednění nákladů na kapitál, orientace na minulost a také zanedbání ekonomických účinků po skončení sledovaného období.

Mezi tradiční ukazatele se řadí čistý zisk (*EAT*), zisk před úhradou úroků a daní (*EBIT*), zisk před úhradou úroků, daní a odpisů (*EBITDA*) či čistý zisk na akcii (*EPS*). Dále jsou součástí účetních ukazatelů výkonnosti také poměrové ukazatele rentability jako rentabilita aktiv (*ROA*), rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*) či rentabilita dlouhodobých zdrojů (*ROCE*). Tato skupina poměrových ukazatelů bude blíže popsána v podkapitole 2.3.

#### Čistý zisk

Čistý zisk (*EAT*) lze snadno vyčíst z finančních výkazů firmy. Nicméně využití tohoto ukazatele má zásadní nedostatek, neboť není možné oddělit základní a mimořádné výsledky hospodaření.

#### Zisk před úhradou úroků a daní, zisk před úhradou úroků, daní a odpisů

Snaha o redukci vlivů mimořádných výnosů a nákladů vyústila v rostoucí důraz na využití jiných forem zisku. Dalšími tradičními ukazateli tedy jsou *EBIT* či *EBITDA*. Provozní zisk, tj. zisk před úhradou úroků a daní (*EBIT*) lze získat jako součet čistého zisku, nákladových úroků a korporátní daně. Zisk před úhradou úroků, daní a odpisů (*EBITDA*) je pak součtem čistého zisku, nákladových úroků, korporátní daně a odpisů.

## Čistý zisk na akcii

V neposlední řadě do této skupiny ukazatelů patří čistý zisk na akcii (*EPS*), který je určen následujícím vztahem:

$$EPS = \frac{EAT}{\text{množství kmenových akcií}} \quad (2.1)$$

Tento ukazatel vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu kmenovou akcii, tj. jaká je maximální možná výše dividend. V praxi však podniky nevyplácí maximální výši dividendy, ale část zisku reinvestují.

### 2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Ekonomické ukazatele výkonnosti odstraňují nedostatky ukazatelů účetních. Zohledňují tedy veškeré náklady na investovaný kapitál a ve výpočtu je promítnut faktor času i riziko.

Do této skupiny ukazatelů patří čistá současná hodnota (*NPV*), ekonomická přidaná hodnota (*EVA*) a ukazatel cash flow z investic (*CFROI*). V této části textu budou blíže popsány pouze ukazatele *NPV* a *CFROI*. Ekonomické přidané hodnotě je věnovaná samostatná podkapitola 2.5.

#### Čistá současná hodnota

Ukazatel čisté současné hodnoty vyjadřuje přírůstek majetku, pokud je realizován určitý projekt. Jde o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a počátečních jednorázových výdajů:

$$NPV = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t} - JKV, \quad (2.2)$$

kde  $T$  je doba životnosti projektu,  $R$  je náklad kapitálu,  $FCF_t$  jsou volné peněžní toky v jednotlivých letech provozu investice a  $JKV$  představuje jednorázové kapitálové výdaje. Platí, že projekt bude realizován v případě, kdy  $NPV > 0$ . Pokud se investor rozhoduje mezi více projekty, pak bude realizován ten, jehož  $NPV$  je nejvyšší.

## Cash flow z investic

Ukazatel cash flow z investic odpovídá průměrnému vnitřnímu výnosovému procentu existujících podnikových investic, které se porovnává s průměrnými náklady na kapitál  $WACC$ . Průměrné náklady kapitálu budou blíže specifikovány v podkapitole 2.6. Cash flow z investic se tedy vyčíslí podle níže uvedeného vzorce:

$$\sum_{t=1}^T GCF_t \cdot (1 + CFROI)^{-t} + SV \cdot (1 + CFROI)^{-T} = GCE, \quad (2.3)$$

kde na pravé straně rovnice se nachází provozní aktiva v pořizovací ceně  $GCE$ , přičemž tato cena musí být transformována na současnou hodnotu. Provozní aktiva v pořizovací ceně lze vyčíslit jako součet provozních aktiv v zůstatkové ceně a oprávek. Dále se v rovnici objevuje zbytková hodnota aktiv po uplynutí doby živnosti  $SV$  a cash flow z provozních aktiv  $GCF$ . Cash flow z provozních aktiv lze zjednodušeně vyčíslit pomocí provozního zisku, odpisů ( $ODP$ ) a sazby daně  $t$ .

$$GCF_t = EBIT \cdot (1 - t) + ODP \quad (2.4)$$

Jak již bylo výše zmíněno ukazatel  $CFROI$  se porovnává s průměrnými náklady kapitálu. Jestliže  $CFROI > WACC$ , pak společnost vytváří hodnotu. V opačné situaci dochází k ničení hodnoty.

### 2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Tržní ukazatele výkonnosti jsou velice citlivé na vývoj akciového trhu. Výkonnost podniku je tedy hodnocena z pohledu trhu. Nicméně ani tržní ukazatele nejsou bez chyby, jak uvádí Dluhošová (2010). Problémem je, že v krátkém období nemusí tržní indikátory odrážet skutečnou výkonnost podniku. Vyčíslené hodnoty tržních ukazatelů mohou poukazovat na pokles tržní hodnoty, přestože výnos kapitálu je vyšší než náklady kapitálu, což je skutečnost naznačující naopak růst tržní hodnoty. Tyto rozdíly způsobují očekávání investorů. V dlouhém období se však odchylky mezi firemní výkonností a tržními indikátory vyhlazují.

Mezi významné tržní ukazatele patří tržní přidaná hodnota ( $MVA$ ) a ukazatel tržního výnosu akciového kapitálu ( $TSR$ ). Oba indikátory však podléhají tržní volatilitě.

## Tržní přidaná hodnota

Tento ukazatel lze považovat za nejpřesnější měřítko bohatství, které bylo podnikem vytvořeno. Nejpřesnějším ukazatelem je proto, že pracuje s kurzem akcií na efektivním akciovém trhu. Ten odráží všechny relevantní veřejně dostupné informace.

Úspěšné společnosti zvyšují svoji tržní přidanou hodnotu, čímž zároveň zvyšují hodnotu investovaného kapitálu. Záleží však na míře výnosnosti, zda při tvorbě tržní přidané hodnoty bude společnost úspěšná. Jestliže míra výnosnosti překročí náklady kapitálu, pak jsou akcie společnosti na trhu obchodovány s premií. U neúspěšných firem je to naopak, tj. akcie jsou prodávány s diskontem, protože výnosnost je menší než náklady kapitálu. Z toho vyplývá, že převyšuje-li celková tržní hodnota firmy množství investovaného kapitálu, pak podnik vytváří akcionářskou hodnotu (tj.  $MVA > 0$ ). V opačném případě firma ničí akcionářskou hodnotu a lze pozorovat zápornou tržní přidanou hodnotu (tzv. Market Value Lost –  $MVL$ ).

Stejně jako ekonomickou přidanou hodnotu, tak i tržní přidanou hodnotu lze kvantifikovat několika různými způsoby. Na bázi hodnotového rozpětí se  $MVA$  kvantifikuje podle níže uvedené rovnice (2.5):

$$MVA = MV - C, \quad (2.5)$$

přičemž jde tedy o rozdíl mezi celkovou tržní hodnotou podniku ( $MV$ ) a celkovým investovaným kapitálem ( $C$ ).

Obdobným způsobem je určena tržní přidaná hodnota na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Opět se jedná o rozdíl, ale tentokrát mezi tržní hodnotou vlastního kapitálu ( $MVE$ ) a účetní hodnotou vlastního kapitálu ( $BVE$ ), jak je patrné ze vztahu (2.6).

$$MVA = MVE - BVE \quad (2.6)$$

Tržní přidanou hodnotu lze také určit jako současnou hodnotu všech budoucích ekonomických přidaných hodnot.

$$MVA = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t} \quad (2.7)$$

Ze vzorce (2.7) je zřejmé, že existuje vztah mezi ekonomickou přidanou hodnotou a tržní přidanou hodnotou. Dosažené hodnoty  $EVA$  se tedy promítají do hodnot  $MVA$ . Většinou platí přímo úměrný vztah mezi těmito ukazateli, tj. pokud je kladná  $EVA$ , bude

kladná i *MVA* (popř. pokud je záporná *EVA*, bude záporná i *MVA*). Nicméně je možné se setkat se situacemi, které se tomuto pravidlu vymykají. Tyto nesrovnalosti jsou způsobeny většinou investory. Ti podléhají různým psychologickým aspektům, které je v podstatě nemožné předvídat a nějakým způsobem matematicky zachytit.

### Tržní výnos akciového kapitálu

Tržním měřítkem pro vlastníky je ukazatel tržního výnosu akciového kapitálu. Jedná se o součet dividendového výnosu a kapitálového výnosu (tj. výnos, který získávají akcionáři z koupě akcií). Ukazatel *TSR* je vyjádřen relativně:

$$TSR = \frac{C_{t+1} - C_t + DIV}{C_t} \quad (2.8)$$

kde  $C_t$  představuje tržní cenu akcie v čase  $t$ ,  $C_{t+1}$  tržní cenu akcie v čase  $t+1$  a *DIV* je dividendy vyplacena na akcii.

## 2.3 Finanční analýza

Oblast finanční analýzy je významnou součástí finančního řízení firmy, přičemž jejím hlavním úkolem je komplexně zhodnotit současnou i budoucí finanční situaci podniku. Finanční situaci se rozumí celkové vyjádření úrovně všech podnikových aktivit, a proto je nutné ji brát jako souhrnný vícekritériální model. Do finanční analýzy se tedy promítá objem a kvalita produkce, marketingové a obchodní činnosti, investiční aktivity atp. Po posouzení současného i budoucího finančního zdraví firmy lze navrhnout opatření, aby bylo možné zlepšit ekonomickou situaci podniku a zajistit tak jeho další prosperitu.

Základními prameny, které finanční analýza využívá, jsou účetní výkazy (tj. rozvaha, výkaz zisku a ztráty, cash flow). Podle zákona o účetnictví<sup>1</sup> mají společnosti povinnost sestavovat řádné účetní výkazy jednou ročně, a to vždy ke konci účetního období. Dalšími zdroji dat o podniku jsou podnikové plány, cenové a nákladové kalkulace, podniková statistika, burzovní informace, výroční zprávy atd. Některé z těchto informací jsou veřejně dostupné (např. účetní výkazy či výroční zprávy), jiné mají k dispozici pouze uvnitř podniku (např. podniková statistika, kalkulace aj.).

Informace týkající se finanční kondice podniku jsou předmětem zájmu nejen manažerů. O tyto skutečnosti má zájem mnoho dalších subjektů, jež přicházejí různým

---

<sup>1</sup> Zákon č. 563/1991 Sb.

způsobem do kontaktu s podnikem. Podle Kislingerové (2010) lze uživatele finanční analýzy rozdělit na externí a interní. Mezi externí uživatele patří investoři, banky a jiní věřitelé, stát a jeho orgány, obchodní partneři, konkurence atd. K interním uživatelům se řadí manažeři, odboráři a zaměstnanci.

Také existuje řada metod finanční analýzy, které se dle Dluhošové (2010) rozdělují do dvou základních skupin. Deterministické metody se používají pro kratší časové období. Slouží převážně pro analýzu souhrnného vývoje, analýzu struktury a trendů (či jejich kombinaci) a pro analýzu odchylek. K těmto metodám, kterým bude věnována detailní pozornost v dalších částech práce, tedy patří:

- horizontální analýza (analýza trendů),
- vertikální analýza (analýza struktury),
- vertikálně-horizontální analýza,
- poměrová analýza,
- analýza soustav ukazatelů,
- analýza citlivosti („What If...“).

Pro zhodnocení faktorů vývoje a určení kauzálních závislostí a vazeb se používají matematicko-statistické metody. Jsou využívány v případě, že je k dispozici delší časová řada. Také berou v úvahu statistickou náhodnost dat. Matematicko-statistickými metodami jsou:

- regresní analýza (hledá statistickou funkční závislost mezi finančními ukazateli),
- diskriminační analýza (umožňuje na základě časových řad finančních ukazatelů, vytvářet podniky s obdobnou finanční úrovní, vytvářet ratingy firem či předvídat jejich změnu a hledat společnosti ohrožené bankrotem),
- analýza rozptylu (lze uplatnit při rozkladu celkového rizika na rizika přiřaditelná jednotlivým faktorům a na reziduální odchylku),
- testování statistických hypotéz (smyslem je ověřit statistickou spolehlivost odhadnutých parametrů, tj. jejich použitelnost v modelech).

Podrobněji se text těmto metodám nevěnuje, neboť nejsou uplatněny v aplikační části. Nicméně při tvorbě souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně byly tyto metody využity.

### 2.3.1 Horizontální a vertikální analýza

Jak uvádí Holečková (2008), horizontální a vertikální analýza jsou považovány za výchozí bod rozboru účetních výkazů firmy. Tyto metody umožňují snadněji nahlédnout do výkazů, slouží tedy k prvotní orientaci v hospodaření podniku. Pomocí těchto analýz je možné vidět původní absolutní údaje z účetních výkazů v souvislostech. Upozorňují také na problematické oblasti, které je nutné podrobit detailnějšímu zkoumání.

Jestliže jsou jednotlivé položky výkazů zkoumány v čase po řádcích, jedná se o horizontální analýzu absolutních ukazatelů (tj. analýzu vývojových trendů). Cílem této analýzy je změřit absolutní i relativní změny jednotlivých veličin v čase.

Ve vzorci (2.9) je matematicky vyjádřena absolutní změna udávající, o kolik se změnila příslušná položka v čase.

$$\Delta U_t = U_t - U_{t-1} \quad (2.9)$$

Ve vzorci (2.10) je zapsána změna procentní. Relativní změna tedy vyjadřuje, o kolik procent se změnila příslušná položka v čase.

$$\frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} \cdot 100 \quad (2.10)$$

V rovnicích (2.9) a (2.10) představuje  $U_t$  hodnotu ukazatele v čase  $t$  a  $U_{t-1}$  hodnotu ukazatele v čase  $t-1$ .

Mimo procenta, lze změny také vyjádřit indexem. Indexy jsou rozlišovány bazické a řetězové. Bazické indexy srovnávají hodnoty daného ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou ukazatele v období základním, které se neměnní (jde o výchozí bázi). Indexy řetězové pak poměří hodnoty zvoleného ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou stejného ukazatele v období předcházejícím.

Pokud se s účetními výkazy v jednotlivých letech pracuje od shora dolů (nikoliv napříč jednotlivými obdobími), jde o analýzu vertikální. Vertikální analýza bývá také označována jako procentní rozbor komponent nebo analýza struktury. Spočívá v tom, že se zjišťuje podíl jednotlivých položek výkazů na zvoleném základu (u rozvahy je základem bilanční suma, u výkazu zisku a ztráty je to velikost celkových výnosů či tržeb). Vertikální analýza se zpracovává dle následujícího vzorce:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.11)$$

kde je  $U_i$  hodnota dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  velikost absolutního ukazatele.

Velmi užitečným a efektivním přístupem je také vertikálně-horizontální analýza. Tento přístup vytváří kombinovaný a komplexní pohled na vývoj souhrnných finančních ukazatelů a zároveň struktury v čase. Lze tedy analyzovat, jak se při změně celkových ukazatelů změní jejich struktura.

### 2.3.2 Poměrová analýza

Metoda poměrové analýzy patří k nejčastěji využívaným nástrojům finanční analýzy. Poměrové ukazatele se kvantifikují na základě dat z účetních výkazů a udávají tak přehled o základních charakteristikách firmy. Ukazatele se člení do několika oblastí. Sledována je finanční stabilita a zadluženost, rentabilita, likvidita, aktivita a oblast kapitálového trhu.

#### Oblast finanční stability a zadluženosti

V této oblasti finanční analýzy se hodnotí vztah podnikových aktiv a jejich zdrojů financování (tj. pasiv), přičemž jsou aktiva kryta vlastním i cizím kapitálem. Pro vlastníky je výhodné využívat cizí zdroje, jelikož jsou relativně levnější. To je dáno existencí daňového štítu, který vzniká v důsledku možnosti započítání úroků do daňově uznatelných nákladů. Nicméně financovat podnikové aktivity pouze cizím kapitálem nelze. Už jen při zahájení podnikatelské činnosti legislativa ukládá určitou povinnou výši vlastního kapitálu.

#### Podíl vlastního kapitálu na aktivech

Ukazatel charakterizuje jaká je finanční samostatnost podniku, tj. do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastním kapitálem. Obecně je pro upevňování finanční stability žádoucí, aby ukazatel v čase rostl. Nicméně příliš vysoký ukazatel může vést k poklesu rentability vložených prostředků.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.12)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál a  $A$  jsou aktiva.



## Stupeň krytí stálých aktiv

Stupeň krytí stálých aktiv dává do poměru dlouhodobé zdroje a stálá aktiva, přičemž veškerá stálá aktiva by měla být pokryta dlouhodobým kapitálem. Je tedy žádoucí, aby ukazatel dosahoval alespoň 100 % hodnoty.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{Dlouhodobé zdroje}}{SA}, \quad (2.13)$$

přičemž  $SA$  jsou stálá aktiva firmy.

## Majetkový koeficient

Finanční páka neboli majetkový koeficient poměřuje aktiva k vlastnímu kapitálu. Jedná se o efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím méně nákladných cizích zdrojů v kapitálové struktuře podniku. Je vhodné, aby tento ukazatel byl v čase stabilní.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{VK} \quad (2.14)$$

## Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti měří účast věřitelů na celkovém kapitálu, ze kterého je majetek firmy financován. Jde tedy o poměr cizích zdrojů a aktiv, který by měl v čase klesat.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CK}{A}, \quad (2.15)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál.

## Dlouhodobá zadluženost

Pro dlouhodobé věřitele je vhodné sledovat dlouhodobou zadluženost. Tento ukazatel dává do poměru dlouhodobé cizí zdroje k aktivům. Jde o analytický ukazatel celkové zadluženosti, tudíž i zde je požadován klesající trend.

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{CK_{\text{dlouhodobý}}}{A}, \quad (2.16)$$

kde  $CK_{\text{dlouhodobý}}$  je cizí kapitál dlouhodobý, což je v případě zvoleného podniku součet dlouhodobých závazků a rezerv.

## Běžná zadluženost

Dalším analytickým ukazatelem celkové zadluženosti je zadluženost běžná, která zajímá především krátkodobé věřitele. Proto i zde, kdy je poměřován cizí kapitál krátkodobý a aktiva, je žádoucí klesající trend ukazatele.

$$\widetilde{\text{Běžná zadluženost}} = \frac{CK_{\text{krátkodobý}}}{A}, \quad (2.17)$$

kde  $CK_{\text{krátkodobý}}$  je cizí kapitál krátkodobý, což je v případě zvolené společnosti součet krátkodobých závazků a krátkodobých bankovních úvěrů.

## Zadluženost vlastního kapitálu

Zadluženost vlastního kapitálu zkoumá, v jakém poměru je kapitál cizí a vlastní. Je obtížné určit akceptovatelnou výši tohoto ukazatele, jelikož to závisí na fázi vývoje firmy a postojích akcionářů k riziku. Nicméně u stabilních společností se hodnota pohybuje v rozmezí 80 % - 120 %. Obecně je vyžadován klesající trend ukazatele.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK} \quad (2.18)$$

## Úrokové krytí

Ukazatel úrokového krytí zkoumá, kolikrát je zajištěna úhrada úroků. Je tedy poměřován provozní zisk a nákladové úroky. Pokud je dosaženo 100 % hodnoty znamená to, že podnik vydělá pouze na úroky a nevytváří zisk. Proto by ukazatel měl v čase růst.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.19)$$

## Úrokové zatížení

Převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí je ukazatel úrokového zatížení. Tento ukazatel vyjadřuje, jaká část zisku je odčerpána úroky. Zde jsou žádoucí snižující se hodnoty ukazatele v čase.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \quad (2.20)$$

## Úvěrová zadluženost

Ukazatel úvěrové zadluženosti poměřuje bankovní úvěry k vlastnímu kapitálu. Je důležité jej sledovat u firem, kde mezi cizími zdroji mají rozhodující podíl bankovní úvěry. Vývoj tohoto ukazatele by měl být v čase stabilní.

$$\text{Úvěrová zadluženost} = \frac{\dot{U}}{VK}, \quad (2.21)$$

přičemž  $\dot{U}$  jsou úvěry.

## Doba návratnosti úvěru

Dobou návratnosti úvěru se rozumí počet let nutných ke splacení úvěru z provozního cash flow, což je součet čistého zisku a odpisů. Jde o významný ukazatel pro obchodní banky při rozhodování o poskytnutí úvěrů. I v tomto případě je žádoucí klesající trend ukazatele.

$$\text{Doba návratnosti úvěru} = \frac{\dot{U}}{EAT + ODP} \quad (2.22)$$

## Oblast rentability

Ukazatele rentability (ukazatele výnosnosti, míry zisku či návratnosti) jsou konstruovány jako poměr konečného dosaženého efektu (výstupu) k vloženým prostředkům (vstupu). Vloženými prostředky se rozumí aktiva, dlouhodobé zdroje, vlastní kapitál či jiné hodnoty v peněžních jednotkách. Za konečný dosažený efekt je považován zisk, nicméně používají se různé formy zisku. U některých ukazatelů je používán čistý zisk, u jiných zase provozní zisk. Provozní zisk má tu výhodu, že není ovlivněn změnami daňových či úrokových sazeb. Na tuto formu zisku také nepůsobí, z jakých zdrojů jsou aktivity podniku financovány.

## Rentabilita aktiv

Rentabilita aktiv (*ROA*) je klíčovým měřítkem výnosnosti. Poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podniku nehledě na to, z jakých zdrojů se financují. Je požadována rostoucí hodnota ukazatele v čase.

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \quad (2.23)$$

## Rentabilita dlouhodobých zdrojů

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů (*ROCE*) hodnotí efekt z dlouhodobých investic. I zde se nebere ohled na to, z jakých zdrojů kapitál pochází. Tento ukazatel rentability je vhodný k mezipodnikovému srovnání a v čase by měl růst.

$$ROCE = \frac{EBIT}{Dlouhodobé\ zdroje} \quad (2.24)$$

## Rentabilita vlastního kapitálu

Rentabilita vlastního kapitálu (*ROE*) je jedním z ústředních ukazatelů rentability, na který se soustřeďují vlastníci (tj. akcionáři, společníci či další investoři). Jde o poměr čistého zisku a vlastního kapitálu, přičemž je požadován rostoucí trend.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \quad (2.25)$$

## Provozní rentabilita tržeb

Ukazatel ziskovosti tržeb bývá také označován jako zisková marže. Podle toho, jaký zisk se nachází v čitateli ukazatele, je rozlišována provozní a čistá zisková marže. Provozní zisková marže ( $ROS_{provozní}$ ) udává, kolik Kč provozního zisku společnost vyprodukovala z 1 Kč tržeb. Opět se očekává, že ukazatel v čase poroste.

$$ROS_{provozní} = \frac{EBIT}{T}, \quad (2.26)$$

kde  $T$  jsou tržby.

## Čistá rentabilita tržeb

Čistá zisková marže ( $ROS_{čistá}$ ) opět poměruje zisk a tržby, nicméně zde je využito čistého zisku. Také tento ukazatel by měl mít rostoucí tendenci v čase.

$$ROS_{čistá} = \frac{EAT}{T} \quad (2.27)$$

## Rentabilita nákladů

Ukazatel rentability tržeb je vhodné doplnit ukazatelem rentability nákladů. Rentabilita nákladů vyjadřuje, kolik zisku připadá na 1 Kč nákladů. Čím je ukazatel vyšší, tím lépe jsou zhodnoceny vložené náklady. Proto by se mělo dbát na rostoucí trend ukazatele.

$$ROC = \frac{EAT}{náklady} \quad (2.28)$$

## Oblast aktivity

Ukazatele aktivity se také označují jako ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv, které jsou využívány pro řízení aktiv. V podstatě se jedná o dva typy ukazatelů, a to doba obratu nebo obrátka.

### Obrátka (počet obrátů za rok)

Obrátka jednotlivých položek aktiv (popř. celkových aktiv) udává, kolikrát se daná položka aktiv (popř. celková aktiva) obrátí za rok. Vždy se poměrují tržby a vybraná položka. Obecně se požaduje rostoucí trend.

$$Obrátka = \frac{T}{položka} \quad (2.29)$$

V aplikační části práce pak bude kvantifikována obrátka aktiv, obrátka zásob a obrátka pohledávek.

### Doba obratu

Doba obratu vyjadřuje, za jak dlouho se obrátí daná položka aktiv (popř. celková aktiva). Udává se tedy ve dnech. Má převrácenou podobu přechozího ukazatele, tj. poměr vybrané položky k tržbám. Obecně je žádoucí klesající trend.

$$Doba\ obratu = \frac{položka}{T} \cdot 360 \quad (2.30)$$

V aplikační části práce pak bude vyčíslena doba obratu aktiv, doba obratu zásob, doba obratu závazků a doba obratu pohledávek. Také bude zkoumáno, zda je dodrženo pravidlo solventnosti (tj. zda doba obratu závazků převyšuje dobu obratu pohledávek).

## **Oblast likvidity**

Jak uvádí Kislingerová (2010), likviditou se rozumí schopnost podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky, se kterými jsou včas, na požadovaném místě a v požadované podobě kryty všechny splatné závazky firmy. Tento pojem je často zaměňován s likvidností či solventností. Likvidnost představuje míru obtížnosti transformace majetku na pohotové peněžní prostředky. Solventnost je schopnost podniku hradit všechny své splatné závazky včas, v požadované výši a na určeném místě. Likvidita podniku se odvíjí od toho, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky či zda má prodejné výrobky (popř. i zásoby) atd.

### **Celková likvidita**

Ukazatel celkové likvidity vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva kryjí krátkodobé závazky podniku. V čase se očekává stabilní hodnota ukazatele pohybující se v rozmezí 1,5 – 2,5, jak uvádí Dluhošová (2010). Nicméně vypovídací schopnost ukazatele je ovlivněna tím, že všechny složky oběžného majetku nelze v dostatečně krátkém čase přeměnit na hotovost (např. neprodejné výrobky či neupotřebitelné zásoby). Dále zde také působí způsob ocenění zásob (metoda průměrných nákladů, FIFO, LIFO aj.). Výši ukazatele je možné také ovlivnit odložením nákupů.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{\text{závazky}_{\text{krátkodobé}}}, \quad (2.31)$$

kde  $OA$  jsou oběžná aktiva.

### **Pohotová likvidita**

Pohotová likvidita eliminuje nedostatky likvidity běžné (tj. celkové likvidity). Opět je to poměr, kde ve jmenovateli jsou krátkodobé závazky. Nicméně z čitatele jsou vyloučeny zásoby, což je nejméně likvidní část oběžných aktiv. Pro lepší vypovídací schopnost je vhodné provést také korekci pohledávek, kdy by měly být vyloučeny nedobytné či pochybné pohledávky. Doporučený trend je rostoucí, ale dle Dluhošové (2010) by hodnota pohotové likvidity neměla vyčnívat z intervalu 1,0 - 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{závazky}_{\text{krátkodobé}}} \quad (2.32)$$

## Okamžitá likvidita

Tento ukazatel likvidity je velmi významný z krátkodobého hlediska. Zkoumá vztah pohotových platebních prostředků (tj. nejlikvidnější části oběžného majetku) a krátkodobých závazků. U tohoto ukazatele je žádoucí mírně rostoucí hodnota v čase, která však nepřekročí stanovený interval. Podle Dluhošové (2010) by se hodnota okamžité likvidity měla pohybovat v intervalu 0,2 až 0,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP}{\text{závazky}_{\text{krátkodobé}}}, \quad (2.33)$$

kde  $PP$  jsou peněžní prostředky.

## Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál ( $\check{C}PK$ ) sice není poměrovým ukazatelem, ale s likviditou úzce souvisí. Patří do skupiny rozdílových ukazatelů, které se označují jako fondy finančních prostředků či finanční fondy. Ve finanční analýze je fond chápán odlišně než v účetnictví. Holečková definuje fond jako spojování určitých stavových položek aktiv či pasiv nebo jako rozdíl mezi určitými položkami aktiv a určitými položkami pasiv (v tom případě jde o čistý fond). Spolu s  $\check{C}PK$  se v této skupině ukazatelů nachází čisté pohotové prostředky a čisté peněžně pohledávkové fondy.

Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po zaplacení krátkodobých závazků může být využita k podnikovým záměrům. Jde tedy o část oběžných aktiv, která je kryta dlouhodobými zdroji (v tom případě se jedná o tzv. překapitalizování firmy). Nicméně to, jaký by měl být trend ukazatele nelze zcela jednoznačně říci. Pokud je  $\check{C}PK$  kladný, je zajištěna likvidita firmy. Z toho tedy vyplývá, že čím je ukazatel vyšší, tím je vyšší likvidita. Na druhou stranu likvidita je v rozporu s rentabilitou, a proto je příliš vysoká hodnota  $\check{C}PK$  nevhodná. Čistý pracovní kapitál lze vyčíslit z krátkodobého nebo dlouhodobého pohledu, jak je zřejmé ze vzorců (2.34) a (2.35).

$$\check{C}PK_{\text{krátkodobýpohled}} = OA - \text{Krátkodobé zdroje} \quad (2.34)$$

$$\check{C}PK_{\text{dlouhodobýpohled}} = \text{Dlouhodobé zdroje} - SA \quad (2.35)$$

## 2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Specifickými metodami finanční analýzy jsou souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku, jejichž smyslem je postihnout výkonnost podniku jediným číslem. Bývají také označovány jako predikční modely finanční úrovně. Příčinnou vzniku těchto modelů byla snaha o včasné rozpoznání nestability, která může signalizovat bankrot firmy. Proto se tyto modely někdy také označují jako systém včasného varování.

Existují dvě skupiny modelů, které se opírají o kvantifikovatelné finanční informace. První skupinou jsou modely bankrotní vycházející ze skutečných dat, které se zabývají možnostmi úpadku firmy. Jaká je šance, že podnik zbankrotuje, se matematicky zachycuje pomocí pravděpodobnosti úpadku. K bankrotním modelům patří např. Altmanův model, Taflerův model či Beaverův model.

Ratingové neboli bonitní modely tvoří druhou skupinu predikčních modelů hodnocení finanční úrovně. Tyto modely jsou založeny na teoretických poznatcích, jež jsou doplněny empirickými poznatky finančních analytiků. Bonitní modely klasifikují podnik dle stupně finančního zdraví, k čemuž využívají rating. U ratingových modelů se zkoumá možnost zhoršení finanční úrovně firmy. Jaká je pravděpodobnost, že za daný časový interval přejde podnik z jedné ratingové kategorie do druhé, udává pravděpodobnostní matice přechodu. Jako příklad bonitních modelů lze uvést Tamariho model, Kralickuv Quick-test či Index bonity.

Také existují tzv. nefinanční modely, které se o kvantifikovatelné finanční informace opírají jen zčásti (např. Argentiho model). Nicméně všechny modely spojuje předpoklad, že v podniku již několik období před úpadkem dochází k určitým odchylkám v jeho vývoji, jež jsou typické právě pro firmy ohrožené bankrotem.

V následujícím textu budou detailně popsány predikční modely hodnocení finanční úrovně, jež byly uplatněny v rámci aplikační části práce.

### 2.4.1 Beaverův model

Beaverův model se řadí k jednorozměrným modelům predikce finanční tísně. Podle Marka (2009) se jednorozměrné modely zakládají na nalezení řady jednotlivých ukazatelů, jež jsou vyhodnocovány samostatně a jejichž kvantifikace sama o sobě postačuje pro rozlišení prosperujících a bankrotujících podniků.



Konstrukce samotného modelu spočívá v porovnání průměrných hodnot vybraných finančních ukazatelů ve stejném období problémových a bezproblémových firem. Autor modelu W. H. Beaver vybral 79 problémových podniků a analogicky i 79 bezproblémových (podle stejného SIC<sup>2</sup>a velikosti). Za problémové podniky byly však označeny nejen ty, které vyhlásily bankrot. Beaver do této skupiny firem zařadil i takové, které sice fakticky nevyhlásily úpadek, ale vykazovaly znaky bankrotujících firem (např. nevyplacení prioritní dividendy, přečerpání bankovního konta či neplnění závazků z dluhopisů apod.). Ze své studie pak vyvodil závěr, že vybrané finanční ukazatele mají vypovídací schopnost již pět let před úpadkem firmy. Vybrané ukazatele, včetně trendu u ohrožených podniků, obsahuje Tab. 2.1.

**Tab. 2.1** - Parametry Beaverova modelu

<b>Ukazatel</b>	<b>Trend u ohrožených firem</b>
<b>vlastní kapitál/aktiva</b>	klesá
<b>přidaná hodnota/aktiva</b>	klesá
<b>bankovní úvěry/cizí zdroje</b>	roste
<b>cash flow/cizí zdroje</b>	klesá
<b>provozní kapitál/aktiva</b>	klesá

Zdroj: Dluhošová (2010, s. 97)

Tento model umožňuje pouze zhodnotit, ke které skupině podniků analyzovaná firma tíhne. Na jeho základě však nelze říci, jak velký rozdíl existuje mezi analyzovaným podnikem a problémovou (resp. bezproblémovou) firmou.

## 2.4.2 Altmanův model

Jedním z prvních vícerozměrných modelů finanční tísně je Altmanův model, jenž byl vypracován na základě vícerozměrné diskriminační analýzy v 60. letech minulého století. Výstupem vícerozměrných modelů je jediná hodnota, která se určí jako vážený průměr dílčích ukazatelů.

Altmanův model byl konstruován obdobným způsobem jako model Beaverův. Autor modelu E. I. Altman pracoval s 33 bankrotujícími a 33 nebankrotujícími průmyslovými podniky, jejichž akcie byly v době konstrukce modelu veřejně obchodovatelné na burzách v USA. Na základě vícenásobné diskriminační analýzy bylo vybráno pět ukazatelů, které

<sup>2</sup> SIC = Standard Industrial Code

nejlépe vystihují finanční tíseň. Nakonec byla tedy definována diskriminační funkce Z-skóre. V pozdějších letech byl tento model modifikován pro veřejně neobchodovatelné firmy a také pro firmy na rozvojových trzích. Níže uvedená Tab. 2.2 shrnuje všechny verze Z-skóre.

**Tab. 2.2 - Altmanovy modely**

Model pro firmy veřejně obchodovatelné (1968)		Model pro firmy veřejně neobchodovatelné (1983)		Model pro firmy z rozvojových trhů (1995)	
Váha	Ukazatel	Váha	Ukazatel	Váha	Ukazatel
1,2	pracovní kapitál/aktiva	0,717	pracovní kapitál/aktiva	6,56	pracovní kapitál/aktiva
1,4	zadržený zisk/aktiva	0,847	zadržený zisk/aktiva	3,26	zadržený zisk/aktiva
3,3	EBIT/aktiva	3,107	EBIT/aktiva	6,72	EBIT/aktiva
0,6	tržní cena akcií/dluhy	0,420	vlastní kapitál/dluhy	1,05	vlastní kapitál/dluhy
1,0	tržby/aktiva	0,998	tržby/aktiva	-	-

Zdroj: Dluhošová (2010, s. 97 – 98)

Hranice pro určení bankrotující a nebankrotující firmy u jednotlivých verzí modelu jsou uvedeny v Tab. 2.3.

**Tab. 2.3 - Interpretace Z-skóre**

Model z roku 1968	Model z roku 1983	Model z roku 1995	Interpretace
Z-skóre			
$Z > 2,99$	$Z > 2,90$	$Z > 2,60$	pásmo prosperity
$1,81 \leq Z \leq 2,99$	$1,20 \leq Z \leq 2,90$	$1,10 \leq Z \leq 2,60$	pásmo šedé zóny
$Z < 1,81$	$Z < 1,20$	$Z < 1,10$	pásmo bankrotu

Zdroj: Holečková (2008, s. 195 – 196)

Pásmo prosperity patří společnostem s minimální pravděpodobností bankrotu. U firem nacházející se v šedé zóně nelze s jistotou určit, zda podnik směřuje spíše k bankrotu nebo k prosperitě. Podniky z pásma bankrotu lze považovat za přímé kandidáty úpadku, tj. mají vysokou pravděpodobnost bankrotu.

### 2.4.3 Kralickuv Quick-test

Jedním z nejznámějších scoringových bonitních modelů je Kralickuv Quick-test, jež byl zkonstruován v roce 1990. P. Kralicek vybral čtyři ukazatele, které jsou obodovány podle

dosažených hodnot. Právě bodovacím systémem se významně odlišuje od ostatních metod, které jednotlivým ukazatelům přiřazují váhy. Zde jsou tedy váhy pro všechny veličiny stejné.

Prvním indikátorem je kvóta vlastního kapitálu, která vypovídá o finanční síle firmy.

$$R1 = \frac{VK}{A} \quad (2.36)$$

Dalším z vybraných ukazatelů je doba splácení dluhu z cash flow. Jak uvádí Kislingerová a Hnilica (2008), tento ukazatel říká, za jak dlouho by byl podnik schopen splatit veškeré své dluhy, jestliže by každý rok generoval stejné cash flow jako ve zkoumaném roce.

$$R2 = \frac{\text{dluhy} - PP}{\text{provozní CF}} \quad (2.37)$$

Dále se bodují ukazatele rentability. Součástí modelu je rentabilita aktiv a rentabilita tržeb měřená cash flow.

$$R3 = \frac{EBIT}{A} \quad (2.38)$$

$$R4 = \frac{\text{provozní CF}}{\text{provozní výnosy}} \quad (2.39)$$

Bodové hodnocení jednotlivých ukazatelů Kralickova Quick-Testu zachycuje Tab. 2.4.

**Tab. 2.4** - Bodová stupnice hodnocení ukazatelů Kralickova Quick-Testu

Ukazatel	4 body	3 body	2 body	1 bod	0 bodů
<b>Kvóta vlastního kapitálu</b>	0,3 a více	0,2 – 0,3	0,1 – 0,2	0,0 – 0,1	0,0 a méně
<b>Doba splácení dluhu z CF</b>	3 a méně	3 – 5	5 – 12	12 – 30	30 a více
<b>Rentabilita aktiv</b>	0,15 a více	0,12 – 0,15	0,08 – 0,12	0,00 – 0,08	0,00 a méně
<b>Rentabilita tržeb</b>	0,1 a více	0,08 – 0,1	0,05 – 0,08	0,00 – 0,05	0,00 a méně

Zdroj: Dluhošová (2010, s. 100)

Zprůměrováním bodů, kterých společnost dosáhla u jednotlivých ukazatelů, lze zjistit finanční stabilitu (*FS*) i výnosovou situaci (*VS*).

$$FS = (R1 + R2) / 2 \quad (2.40)$$

$$VS = (R3 + R4) / 2 \quad (2.41)$$

Obdobným způsobem lze také zhodnotit celkovou finanční situaci podniku (*SH*). Jedná se tedy o průměr bodů získaných v rámci finanční stability a výnosové situace.

$$SH = (FS + VS) / 2 \quad (2.42)$$

Jestliže u tohoto souhrnného kritéria dosáhne společnost alespoň 3 bodů, je jeho finanční situace hodnocena jako velmi dobrá. Souhrnné hodnocení menší než 1 bod je typické pro firmy nacházející se ve špatné finanční situaci.

V roce 1999 byla vytvořena modifikovaná verze Kralickova testu. Významně se liší od původní verze tím, že výsledné hodnoty jednotlivých ukazatelů nejsou poměřovány s předem určenými hodnotami, ale s percentily oborových hodnot. Modifikovanou verzi shrnují Tab. 2.5 a Tab. 2.6

**Tab. 2.5** - Ukazatele výnosové situace pro modifikovaný Kralickuv Quick-test

Ukazatel	Interval	Body
<b><i>K2a</i> = aktiva/vlastní kapitál</b>	<i>K2a</i> < 20. percentil oborových hodnot	4
	<i>K2a</i> < 40. percentil oborových hodnot	3
	<i>K2a</i> < 60. percentil oborových hodnot	2
	<i>K2a</i> < 80. percentil oborových hodnot	1
	<i>K2a</i> > 80. percentil oborových hodnot	0
<b><i>K2b</i> = (závazky – úvěry)/provozní CF</b>	<i>K2b</i> < 20. percentil oborových hodnot	4
	<i>K2b</i> < 40. percentil oborových hodnot	3
	<i>K2b</i> < 60. percentil oborových hodnot	2
	<i>K2b</i> < 80. percentil oborových hodnot	1
	<i>K2b</i> > 80. percentil oborových hodnot	0

Zdroj: Vochozka (2011, s. 117)

**Tab. 2.6** - Ukazatele finanční stability pro modifikovaný Kralickuv Quick-test

Ukazatel	Interval	Body
<b><math>K2c = \text{zisk/aktiva}</math></b>	$K2c < 20.$ percentil oborových hodnot	4
	$K2c < 40.$ percentil oborových hodnot	3
	$K2c < 60.$ percentil oborových hodnot	2
	$K2c < 80.$ percentil oborových hodnot	1
	$K2c > 80.$ percentil oborových hodnot	0
<b><math>K2d = \text{provozní cash flow/tržby}</math></b>	$K2d < 20.$ percentil oborových hodnot	4
	$K2d < 40.$ percentil oborových hodnot	3
	$K2d < 60.$ percentil oborových hodnot	2
	$K2d < 80.$ percentil oborových hodnot	1
	$K2d > 80.$ percentil oborových hodnot	0

Zdroj: Vochozka (2011, s. 117)

Výsledné hodnocení podniku ( $K$ ) je průměrem výnosové situace a finanční stability, stejně jako u původní verze testu. Detailně výsledky popisuje Tab. 2.7.

**Tab. 2.7** - Hodnocení modifikovanou verzí Kralickova Quick-testu

Hodnota $K$	Hodnocení
<b>3,5 až 4</b>	velmi dobrý podnik
<b>2,5 až 3,5</b>	dobrý podnik
<b>1,5 až 2,5</b>	průměrný podnik
<b>0,5 až 1,5</b>	špatný podnik
<b>0 až 0,5</b>	velmi slabý podnik

Zdroj: Vochozka (2011, s. 118)

Nicméně stanovit percentily oborových hodnot je velmi náročnou záležitostí, proto bude v aplikační části kvantifikována pouze původní verze Kralickova testu.

#### 2.4.4 Index bonity

Index bonity je založen (stejně jako Altmanův model) na multivariační diskriminační analýze. Tento index se používá ve středoevropských zemích, zejména v Německu, Rakousku a Švýcarsku. Index se vyčíslí jako vážený průměr šesti vybraných ukazatelů.

$$B_i = 1,5 \cdot \frac{CF}{CK} + 0,08 \cdot \frac{A}{CK} + 10 \cdot \frac{EBT}{A} + 5 \cdot \frac{EBT}{výkony} + 0,3 \cdot \frac{zásoby}{výkony} + 0,1 \cdot \frac{výkony}{A} \quad (2.43)$$

Čím je hodnota indexu bonity vyšší, tím lepší je finanční situace společnosti. Podrobnější hodnocení obsahuje Tab. 2.8.

**Tab. 2.8** - Hodnotící stupnice indexu bonity

Hodnota $B_i$	Interpretace finanční situace
-3 až -2	extrémně špatná
-2 až -1	velmi špatná
-1 až 0	špatná
0 až 1	určité problémy
1 až 2	dobrá
2 až 3	velmi dobrá
3 a výše	extrémně dobrá

Zdroj: Rejnuš (2014, s. 285)

## 2.4.5 Indexy IN

Autory těchto indexů jsou Inka a Ivan Neumaierovi, kteří analyzovali domácí firmy. Jsou zvláštní v tom, že odrážejí specifika českých účetních výkazů a ekonomickou situaci v ČR. Z tohoto důvodu patří indexy důvěryhodnosti v ČR k nejvýznamnějším modelům, jež jsou používány k hodnocení finanční situace a výkonnosti firem. Rovnice (2.44) zachycuje obecný vzorec pro výpočet indexu důvěryhodnosti IN.

$$IN = V_1 \cdot X_1 + V_2 \cdot X_2 + V_3 \cdot X_3 + V_4 \cdot X_4 + V_5 \cdot X_5 - V_6 \cdot X_6 \quad (2.44)$$

Opět se jedná o vážený průměr vybraných ukazatelů  $X_1 - X_6$ , kde  $V_1 - V_6$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů představující jejich významnost.

První index byl vytvořen v roce 1995, pracoval však s daty za rok 1994. Analyzováno bylo 1000 podniků. Tento index patří mezi bankrotní modely. Jednotlivé ukazatele a jejich váhy pro IN95 obsahuje Tab. 2.9. Váhy  $V_1$ ,  $V_3$ ,  $V_4$  a  $V_6$  se stanoví dle odvětví<sup>3</sup> (popř. lze použít váhy za celou ekonomiku) a váhy  $V_2$  a  $V_5$  jsou pro všechna odvětví stejné, neboť bez ohledu na odvětví musí mít podnik rezervu při splácení úroků a být dostatečně likvidní.

<sup>3</sup> dle klasifikace OKEČ

**Tab. 2.9** - Ukazatele a jejich váhy pro index *IN95*

<i>IN95</i>	
Váha	Ukazatel
dle odvětví	aktiva/cizí zdroje
0,11	<i>EBIT</i> /úroky
dle odvětví	<i>EBIT</i> /aktiva
dle odvětví	výnosy/aktiva
0,10	oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)
dle odvětví	závazky po lhůtě splatnosti/výnosy

Zdroj: Neumaierová, Neumaier (2002, s. 95)

Je-li *IN95* vyšší než 2, pak se jedná o bezproblémový podnik. Pokud má firma potíže, hodnota indexu nepřekročí 1. Šedá zóna indexu *IN95* se tedy nachází v rozmezí hodnot 1 a 2.

V roce 1999 proběhla první modifikace modelu, která byla vypracována na základě dat taktéž za rok 1999. Vzorek byl tvořen 1968 podniky. Tato verze indexu zdůrazňuje pohled vlastníků, jedná se tedy o bonitní index. Modifikace oproti první verzi indexu spočívala v revizi ukazatelů a jejich vah, a to s ohledem na tvorbu hodnoty na bázi ukazatele *EVA*.

**Tab. 2.10** - Ukazatele a jejich váhy pro index *IN99*

<i>IN99</i>	
Váha	Ukazatel
-0,017	aktiva/cizí zdroje
4,573	<i>EBIT</i> /aktiva
0,481	výnosy/aktiva
0,015	oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)

Zdroj: Neumaierová, Neumaier (2002, s. 98)

Je-li *IN99* větší než 2,07, podnik vytváří ekonomickou přidanou hodnotu. Jestliže má firma záporný ekonomický zisk, hodnota indexu je menší než 0,684. Šedá zóna má tři pásma. V pásmu od 1,420 do 2,07, firma spíše tvoří hodnotu. V intervalu od 1,089 do 1,420 se nedá jednoznačně určit, zda společnost tvoří hodnotu či nikoli (tzn. podnik má své přednosti, ale také své nedostatky). V pásmu od 0,684 do 1,089 již převažují potíže a podnik nejspíše hodnotu netvoří.

O tři roky později proběhla další revize modelu, jež spojuje oba předchozí indexy. Jde tedy o bonitně-bankrotní index. Bylo zkoumáno 1915 průmyslových podniků (z toho 583 firem vytvářející hodnotu, 503 firem v bankrotu či těsně před ním a 829 ostatních podniků).

**Tab. 2.11** - Ukazatele a jejich váhy pro index *IN01*

<b><i>IN01</i></b>	
<b>Váha</b>	<b>Ukazatel</b>
0,13	aktiva/cizí zdroje
0,04	<i>EBIT</i> /úroky
3,92	<i>EBIT</i> /aktiva
0,21	výnosy/aktiva
0,09	oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)

Zdroj: Neumaierová, Neumaier (2002, s. 99)

Společnost tvoří hodnotu, jestliže *IN01* je větší než 1,77. Má-li index hodnotu menší než 0,75, pak firma spěje k bankrotu. Šedá zóna pro *IN01* je v intervalu od 0,75 do 1,77.

V roce 2005 proběhla zatím poslední aktualizace. Základem byla data z roku 2004. Modifikace se výrazněji projevila pouze u hranic pro zařazení společností. Horní hranice poklesla na 1,60 a dolní hranice naopak vzrostla na 0,90.

**Tab. 2.12** - Ukazatele a jejich váhy pro index *IN05*

<b><i>IN05</i></b>	
<b>Váha</b>	<b>Ukazatel</b>
0,13	aktiva/cizí zdroje
0,04	<i>EBIT</i> /úroky
3,97	<i>EBIT</i> /aktiva
0,21	výnosy/aktiva
0,09	oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé bankovní úvěry)

Zdroj: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financni-systemy-2005.pdf>

Indexy mají velmi slušnou vypovídací schopnost, ale při jejich použití mohou nastat určité problémy. Potíže může vyvolat ukazatel úrokového krytí, budou-li se úroky blížit nule. V takové situaci je vhodné omezit ukazatele hodnotou 9. Eliminuje se tak možnost, že by úrokové krytí převážilo všechny ostatní vlivy a index důvěryhodnosti by se blížil nekonečnu.



## 2.5 Ekonomická přidaná hodnota

Jak již bylo zmíněno, ekonomická přidaná hodnota patří mezi ekonomické ukazatele výkonnosti. Toto měřítko bylo vytvořeno za účelem motivovat manažery k orientaci na růst hodnoty pro akcionáře. Jedná se produkt, se kterým v roce 1991 přišla na trh americká poradenská společnost Stern Stewart & Co.

Jak uvádí Grant (2003), teorie ekonomické přidané hodnoty stojí na dvou hlavních principech. První teze říká, že společnost není skutečně rentabilní, pokud není zajištěna návratnost investovaného kapitálu. Druhý princip tkví v tvrzení, že bohatství firmy vzniká, když její manažeri činí pozitivní investiční rozhodnutí a zvyšují tak hodnotu pro akcionáře.

Dle Pavelkové a Knápkové (2012), vyjadřuje ekonomická přidaná hodnota v podstatě ekonomický (mimořádný) zisk. Tento nadzisk je ve firmě vytvořen, jestliže jsou uhrazeny veškeré náklady na kapitál. Musí být tedy uhrazeny náklady dluhu i náklady vlastního kapitálu, jež mají podobu nákladů obětované příležitosti.

Vyčíslit ukazatel je možné hned několika způsoby. V zásadě se však rozlišují dva základní koncepty pro výpočet *EVA*. Buď je ukazatel kvantifikován na bázi provozního zisku anebo na bázi hodnotového rozpětí.

### ***EVA* na bázi provozního zisku**

Ekonomická přidaná hodnota na bázi provozního zisku také bývá někdy označována jako *EVA-Entity*. Jde o základní vzorec pro výpočet ekonomické přidané hodnoty.

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (2.45)$$

kde *NOPAT* představuje čistý zisk z operační činnosti podniku, *C* je celkový kapitál a *WACC* průměrné náklady kapitálu. V podmínkách ČR bývá *NOPAT* nahrazován provozním ziskem. Nicméně tyto dvě veličiny nelze vždy ztotožnit, jak uvádí Mařík a Maříková (2005). Zisk z operační činnosti podniku může kromě provozního výsledku hospodaření zahrnovat i část finančního výsledku hospodaření.

Na vstupní komponenty působí tři oblasti rozhodování podniku, a to oblast operativní, investiční a finanční. Operativní rozhodnutí se týkají výkonů firmy a mají tak vliv na *NOPAT*. Rozhodování investiční řeší otázku použitého kapitálu *C*, čímž je zároveň určen rozsah a struktura majetku. Kapitálová struktura je ovlivněna výší *WACC* a spadá do finanční oblasti.

### ***EVA na bázi hodnotového rozpětí***

Hodnotové rozpětí vyjadřuje ekonomickou rentabilitu, což je rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.46)$$

kde  $ROC$  představuje rentabilitu investovaného kapitálu. Z rovnice (2.46) je patrné, že výše  $EVA$  je především závislá na reziduálním výnosu kapitálu (tj. na rozdílu rentability investovaného kapitálu a nákladů na kapitál).

### ***EVA na bázi zúženého hodnotového rozpětí***

Někdy se také ekonomická přidaná hodnota na bázi zúženého hodnotového rozpětí nazývá  $EVA$ -Equity. Princip výpočtu je totožný jako v předchozím případě, zde se však vychází pouze z výnosu vlastního kapitálu.

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.47)$$

přičemž  $ROE$  vyjadřuje rentabilitu vlastního kapitálu,  $R_E$  náklady vlastního kapitálu a  $E$  vlastní kapitál. Podobně jako v předchozím případě, výše ekonomické přidané hodnoty se odvíjí od rozdílu rentability vlastního kapitálu a nákladů na vlastní kapitál.

### ***EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí***

Pro mezipodnikové srovnání je vhodná  $EVA$  na bázi relativního hodnotového rozpětí, která tedy měří relativní výkonnost podniku.

$$EVA / E = (ROE - R_E) \quad (2.48)$$

V tomto případě není hodnota  $EVA$  ovlivněna výší vlastního kapitálu.

Ekonomická přidaná hodnota je nástrojem řízení podniku, které se zaměřuje na tvorbu a zvyšování tržní hodnoty společnosti. Dle Mařika a Maříkové (2005) růst  $EVA$  nemusí nutně vést ke zvyšování hodnoty firmy. Snížení hodnoty podniku, přestože ekonomická přidaná hodnota roste, může nastat hned v několika případech. Jestliže zvýšení  $EVA$  v současnosti bylo dosaženo na úkor budoucích nadzisků, hodnota firmy neporoste. Také pokud roste riziko (a tím i náklady kapitálu) je možné, že se sníží hodnota podniku při přepočtu budoucích  $EVA$  na současnou hodnotu. Pokud v podniku existuje nedostatečná obnova majetku a v provozu je

tedy vázáno méně kapitálu, může být zaznamenán pokles hodnoty podniku a zároveň růst *EVA*. Ekonomická přidaná hodnota je tedy veličina, kterou lze využít nejen jako nástroj finanční analýzy a řízení, ale také jako nástroj oceňování podniku.

## 2.6 Náklady kapitálu

Každý kapitál s sebou přináší náklady, jež jsou spojené s jeho získáním a užitím. Dle Dluhošové (2010) lze na náklady kapitálu nahlížet z pohledu podniku nebo z pohledu investora. Podnik chápe náklady kapitálu jako cenu za kapitál získaný pro další rozvoj firmy. Investor náklady kapitálu vyjadřuje svůj požadavek na výnosnost, které musí podnik dosahovat, aby nepoklesla hodnota pro investory. To znamená, že je to takové vnitřní výnosové procento, které zajistí, aby se tržní hodnota aktiva rovnala současné hodnotě finančních toků generovaných daným aktivem.

Ve finančním rozhodování mají náklady kapitálu důležitou roli. Jsou využívány například při optimalizaci kapitálové struktury, v investičním rozhodování, ke stanovení hodnoty podniku nebo při oceňování jednotlivých složek majetku.

Mařík a Maříková (2007) tvrdí, že je možné rozlišit dvě hlavní skupiny investorů do podnikového kapitálu. V první řadě jsou to akcionáři, jež investovali do kapitálu vlastního. Druhou skupinu představují věřitelé, kteří investovali do cizího kapitálu. V souvislosti s tímto rozdělením investorů jsou pak rozlišovány náklady vlastního kapitálu a náklady na kapitál cizí. Také jsou kvantifikovány náklady na celkový kapitál, a to jako vážený průměr nákladů jednotlivých složek kapitálu. Velikost nákladů jednotlivých druhů kapitálu závisí na:

- době splatnosti kapitálu (čím je splatnost delší, tím vyšší výnos žádá investor),
- stupni podstupovaného rizika (při vyšším riziku investor požaduje vyšší výnos),
- likvidnosti investice (vyšší výnos žádá investor při nižší likvidnosti),
- způsobu úhrady nákladů kapitálu (dražší, pokud je podnik hraď z čistého zisku).

Přihlédne-li se k výše vyjmenovaným faktorům, je nejlevnější krátkodobý cizí kapitál. Dlouhodobý cizí kapitál je hned na druhém místě. Nejdražší je tedy vlastní kapitál.

Obecně jsou náklady kapitálu součtem bezrizikové sazby  $R_F$  a rizikové premie  $R_P$ . Bezriziková sazba je výnosem investic, jež nepřinášejí žádná (popř. minimální) rizika. Bezriziková výnosnost je dána výnosem státních dluhopisů. V podstatě jde o součet reálného úroku a inflační premie. Druhou složkou nákladů kapitálu je zmiňovaná riziková premie,

kteřou tvoří systematické a nesystematické riziko. Systematické (obecné) riziko je společné pro všechny firmy a vyplývá z celkového vývoje ekonomiky. Riziko nesystematické (specifické, jedinečné) je rizikem daného projektu, podniku či odvětví. Toto riziko zahrnuje podnikatelské riziko a riziko finanční. Riziko podnikatelské lze definovat jako možnost vzniku odchylek mezi skutečným a plánovaným výsledkem hospodaření. Finanční riziko je představováno zadlužeností podniku.

V následujícím textu bude blíže popsán výpočet jednotlivých druhů nákladů kapitálu.

### 2.6.1 Náklady na celkový kapitál

Podniky pro financování majetku zpravidla nevyužívají pouze jeden typ zdrojů, ale spíše jejich kombinaci. Proto je pro rozhodování důležitá průměrná nákladovost financování, jak uvádí Čížinská a Marinič (2010). Jak již bylo zmíněno výše, jde o vážený průměr nákladů jednotlivých druhů kapitálu.

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.49)$$

přičemž  $WACC$  náklady na celkový kapitál,  $R_D$  náklady úročeného dluhu,  $R_E$  náklady vlastního kapitálu,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  úročený dluh a  $E$  vlastní kapitál.

### 2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady dluhu jsou představovány úroky nebo kupónovými platbami, které jsou vypláceny věřitelům. V případě úvěrů se jedná tedy o úrokovou míru ( $i$ ) sníženou o daňový štít, tj. o úspory z daní plynoucí z použití tohoto kapitálu.

$$R_D = i \cdot (1 - t) \quad (2.50)$$

Zde je  $i$  úroková míra, jejíž konkrétní výše se odvíjí od času, očekávané efektivnosti a od hodnocení bonity dlužníka.

Pokud má firma různou strukturu úvěrů, je možné náklady dluhu určit jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, jež jsou z těchto zdrojů placeny. Nicméně pro externí uživatele je nemožné takto náklady kapitálu vyčíslit, a proto mohou použít odhad.

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{pr. stav bankovních úvěrů}} \quad (2.51)$$

Tímto odhadem je tedy poměr nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů (*pr. stav bankovních úvěrů*).

Jestliže byl cizí kapitál získán emisí obligací, pak je nákladem cizího kapitálu výnos do splatnosti této obligace. Prakticky jde o výpočet vnitřního výnosového procenta.

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.52)$$

kde  $P$  vyjadřuje tržní hodnotu obligace,  $c_t$  kupónovou platbu v čase  $t$ ,  $T$  dobu do splatnosti obligace a  $NV$  nominální hodnotu obligace.

### 2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Jak již bylo zmíněno, náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na kapitál cizí, což má dvě příčiny. První důvodem je vyšší riziko vlastníka. Věřitel podstupuje podstatně nižší riziko, protože má zaručený pravidelný úrokový výnos (a to bez ohledu na ziskovost dlužníka) a prostředky vkládá do podniku na přesně vymezenou dobu. V druhé řadě je příčinou nižších nákladů dluhu existence daňového štítu. Tento efekt způsobují nákladové úroky, jež patří k daňově uznatelným nákladům. Vyšší náklady pak snižují základ pro výpočet daně z příjmu.

Kvantifikovat náklady vlastního kapitálu je velmi obtížné. Tyto náklady tedy lze určit na základě tržních přístupů nebo metod vycházejících z účetních dat. Dle Dluhošové (2010) jsou čtyři základní metody, které se pro odhad nákladů vlastního kapitálu používají. Jde o:

- model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM*),
- arbitrážní model oceňování (*APM*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Model oceňování kapitálových aktiv je tržním přístupem ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. Jde o rovnovážný jednofaktorový model oceňování kapitálových aktiv. U tohoto přístupu je rovnováha dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Vychází z lineárního vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, jež vyjadřuje riziko celého trhu.

Dalším tržním přístupem stanovení nákladů vlastního kapitálu je arbitrážní model oceňování. Zde je rovnovážnou podmínkou nemožnost arbitráže, tj. žádný investor nemůže dosáhnout arbitrážního zisku. U tohoto modelu se však bere v úvahu více rizikových faktorů.

Dividendový model se používá pro oceňování akcií, kdy tržní cena akcie je vyjadřována současnou hodnotou budoucích dividend. Z toho lze vyvodit vztah pro určení nákladů vlastního kapitálu (tj. poměr dividendy a tržní ceny akcie).

V aplikační části práce bylo však využito stavebnicového modelu, proto mu bude věnována větší pozornost. Stavebnicové modely se pro odhad nákladů kapitálu používají v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem či s krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Náklady vlastního kapitálu jsou stanoveny jako součet bezrizikového aktiva a rizikových premií, které jsou odvozeny z podnikových účetních dat. Podle algoritmu stanovení rizikových přírážek se liší jednotlivé stavebnicové modely. V následujícím textu bude detailně popsán stavebnicový model podle Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, jelikož byl použit v rámci aplikační části práce.

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy ( $WACC_U$ ), které v tomto případě odpovídají nákladům vlastního kapitálu, jsou tedy podle tohoto modelu určeny následovně:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.53)$$

kde  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{podnikatelské}$  riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{finstab}$  riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  riziková přírážka za velikost podniku.

Náklady celkového kapitálu zadlužené firmy ( $WACC_L$ ) vyjadřuje následující vztah:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.54)$$

kde  $D$  jsou úplatné zdroje snižené o vlastní kapitál.

Náklady vlastního kapitálu v případě zadluženého podniku nejsou totožné s náklady celkového kapitálu a jsou stanoveny níže uvedeným vzorcem (2.55).

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left( \frac{UZ}{A} \cdot \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.55)$$

přičemž jsou  $UZ$  úplatné zdroje, tedy součet vlastního kapitálu, obligací a bankovních úvěrů. Dále se počítá s úrokovou mírou ( $UM$ ), čistým ziskem ( $CZ$ ) a hrubým ziskem ( $Z$ ).

Pomocí přírážek lze náklady vlastního kapitálu určit takto:

$$R_E = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.56)$$

kde oproti vzorci (2.53) přibyla riziková přírážka za zadluženost  $R_{finstr}$ .

### Bezriziková sazba ( $R_F$ )

Bezriziková sazba je stanovena jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů.

### Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko ( $R_{podnikatelské}$ )

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko charakterizuje produkční sílu podniku. Pro výpočet této přírážky je potřeba vyčíslit rentabilitu aktiv a ukazatel  $XI$ . Ukazatel rentability aktiv je kvantifikován dle vzorce (2.23). Ukazatel  $XI$  vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním a jeho propočet je následující:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM. \quad (2.57)$$

Srovnáním ukazatele produkční síly a ukazatele  $XI$  se získá konkrétní výše rizikové přírážky za obchodní podnikatelské riziko. Je-li:

- $\frac{EBIT}{A} > XI$ , pak  $R_{podnikatelské} = \text{minimální hodnota } R_{podnikatelské} \text{ v odvětví,}$
- $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$ ,
- $0 < \frac{EBIT}{A} < XI$ , pak  $R_{podnikatelské} = \frac{\left( XI - \frac{EBIT}{A} \right)^2}{X1^2} \cdot 0,1.$

(2.58)

### Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{finstab}$ )

Riziková přírážka za finanční stabilitu charakterizuje vztahy životnosti aktiv a pasiv. Tato riziková přírážka je navázána na ukazatel likvidity  $L3$ , který dává do poměru oběžná aktiva s krátkodobými závazky (včetně krátkodobých bankovních úvěrů). Tento ukazatel je porovnáván s mezními hodnotami likvidity  $XL1$  a  $XL2$ , jež jsou stanoveny individuálně pro každé odvětví.

Při porovnání  $L3$  a mezních hodnot likvidity mohou nastat tři situace. Jestliže tedy:

- $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{finstab} = 0,00 \%$ ,
  - $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{finstab} = 10,00 \%$ ,
  - $XL1 < L3 < XL2$ , pak  $R_{finstab} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1$ .
- (2.59)

### Riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ )

Riziková přírážka za velikost podniku se váže na velikost úplatných zdrojů v podniku. Jak již bylo v textu zmíněno, úplatné zdroje jsou součtem vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a dluhopisů.

Při určování konkrétní výše rizikové přírážky za velikost podniku jsou srovnávány vypočtené úplatné zdroje s určenými mezemi, které byly stanoveny na základě zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál. Jsou-li:

- $UZ \leq 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA} = 5,00 \%$ ,
  - $UZ \geq 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA} = 0,00 \%$ ,
  - $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$ , pak  $R_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2}$ .
- (2.60)

### Riziková přírážka za finanční strukturu ( $R_{finstr}$ )

Riziková přírážka za finanční strukturu udává riziko vyplývající z kapitálové struktury podniku. Tuto přírážku je možné určit na základě následujícího vztahu:

$$R_{finstr} = R_E - WACC_U. \quad (2.61)$$



Tuto hodnotu je však nutné omezit. Pokud tedy:

- $R_E = WACC_U$ , pak  $R_{finstr} = 0,00 \%$ ,
- $R_E > 10,00 \%$ , pak  $R_{finstr} = 10,00 \%$ .

V situaci, kdy náklady vlastního kapitálu jsou menší než náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, je nutné vzít  $R_E = WACC_U$ .

## 2.7 Analýza soustav ukazatelů

Dalším nástrojem finanční analýzy je analýza soustav ukazatelů, kdy jednotlivé ukazatele jsou mezi sebou propojeny logickou vazbou. Pomocí tohoto nástroje je možné zachytit souvislosti toho, co se v podniku děje, jak uvádí Pavelková a Knápková (2012). Podle způsobu konstrukce se rozlišuje paralelní soustava a pyramidová soustava. Paralelní soustavy ukazatelů jsou tvořeny skupinami ukazatelů podle jejich příbuznosti a interpretace. Nicméně touto soustavou nelze matematicky zcela přesně popsat systém ukazatelů a vazeb mezi nimi.

Pro pyramidovou soustavu ukazatelů je příznačná existence základního syntetického ukazatele, jež je postupně rozkládán na dílčí příčinné ukazatele tak, že celá soustava má tvar pyramidy. Mezi jednotlivými dílčími ukazateli existují funkční závislosti, které umožňují kvantitativně ohodnotit vliv těchto ukazatelů na ukazatel vrcholový. Poprvé byl tento postup využit americkou chemickou společností E. I. Du Pont de Nomeurs. Proto tato metoda bývá označována jako Du Pontova analýza.

Jelikož je vrcholový ukazatel dekomponován postupně, je možné analyzovat různé úrovně rozkladu. Další výhodnou je, že lze provádět jednoduché (několika-složkové) i detailní (mnoho-faktorové) dekompozice. Vhodně zkonstruovanou soustavou je také možné posoudit minulou, současnou i budoucí výkonnost firmy. Nicméně v zájmu zachování přesnosti je nutné občas v soustavách použít i ukazatele, které lze obtížně ekonomicky interpretovat.

Vztah mezi vrcholovým ukazatelem ( $x$ ) a dílčími ukazateli ( $a_i$ ) zachycuje následující funkce, která udává míru vlivu dílčích ukazatelů na změnu vybraného vrcholového ukazatele.

$$x = f(a_1, a_2, \dots, a_n) \quad (2.62)$$

Změnu vrcholového ukazatele lze postihnout jako součet odchylek dílčích ukazatelů:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{ai}, \quad (2.63)$$

kde  $\Delta y_x$  představuje přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele  $x$  a  $\Delta x_{ai}$  vliv dílčího ukazatele  $a_i$  na vrcholový ukazatel  $x$ , jehož změnu lze zachytit v absolutně či relativně.

$$\Delta x = x_{t+1} - x_t \quad (2.64)$$

$$\Delta x = (x_{t+1} - x_t) / x_t \quad (2.65)$$

Zde  $x_t$  vyjadřuje hodnotu vrcholového ukazatele  $x$  pro výchozí stav a  $x_{t+1}$  hodnotu vrcholového ukazatele  $x$  pro následný stav.

### 2.7.1 Metody kvantifikace vlivů dílčích ukazatelů

Pro použití pyramidové soustavy je zásadní nejen správná konstrukce, ale také metody vyčíslení vlivů jednotlivých faktorů. Tyto metody se liší podle toho, jaká je vazba mezi jednotlivými ukazateli. Jak Růčková (2011) uvádí, existují vazby aditivní či multiplikativní.

#### Aditivní vazba

Jestliže je vrcholový ukazatel rozložen na součet či rozdíl vysvětlujících ukazatelů, jedná se o vazbu aditivní. Vliv dílčích ukazatelů se kvantifikuje dle následujícího vztahu:

$$\Delta x_{ai} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.66)$$

kde  $\Delta a_i$  je absolutní odchylka dílčího ukazatele  $a_i$  (čili rozdíl mezi  $a_{i,1}$  a  $a_{i,0}$ ). Symbol  $a_{i,0}$  vyjadřuje hodnotu dílčího ukazatele  $a_i$  ve výchozím čase,  $a_{i,1}$  pak hodnotu dílčího ukazatele  $a_i$  v čase následujícím.

#### Multiplikativní vazba

Je-li vrcholový ukazatel rozložen na součin či podíl dílčích ukazatelů, jde o vazbu multiplikativní. Dle Dluhošové (2010) lze vliv dílčích ukazatelů určit podle čtyř základních metod:

- metoda postupných změn,
- metoda rozkladu se zbytkem,
- metoda logaritmická,
- metoda funkcionální.

Metoda postupných změn je velmi jednoduchá, co se týče výpočtu. Při kvantifikaci se vychází z toho, že při změně jednoho vysvětlujícího ukazatele jsou hodnoty ostatních dílčích ukazatelů neměnné. U této metody je celková odchylka rozdělena mezi dílčí vlivy. Zásadním nedostatkem metody postupných změn je to, že výsledky jsou závislé na pořadí jednotlivých ukazatelů ve výpočtu.

Také metoda rozkladu se zbytkem vychází z toho, že se při změně jednoho dílčího ukazatele hodnoty ostatních vysvětlujících ukazatelů nemění. U této metody jsou však vlivy vyčísleny se zbytkem, který je výsledkem kombinace současných změn více ukazatelů. Právě zbytková složka je však považována za velkou nevýhodu této metody, neboť ji nelze jednoznačně interpretovat a přiřadit jednotlivým vlivům. Existuje sice několik způsobů, jak zbytek rozdělit mezi vlivy, nicméně žádný není jednoznačně nejvhodnější a ekonomicky zdůvodnitelný. Proto lze tuto metodu použít pouze při výskytu malého zbytku.

U metody logaritmické je reflektována změna všech dílčích ukazatelů zároveň. Výpočet je založen na spojitých výnosech. Vychází se tedy z výpočtu logaritmů indexů. Nutnou podmínkou pro uplatnění této metody tudíž je, že indexy musí být kladné.

V aplikační části bude využito metody funkcionální, proto bude specifikována podrobněji. Tato metoda také zohledňuje současný vliv všech vysvětlujících ukazatelů. Zde se však vychází z diskretních výnosů. Jestliže je dělení zbytku rovnoměrné a jedná se o součin tří dílčích ukazatelů, jsou vlivy určeny dle následujících vztahů:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \cdot \Delta y_x,\end{aligned}\tag{2.67}$$

kde  $R_{a_i}$  je diskretní výnos dílčího ukazatele  $a_i$ , jež je vyčíslen jako podíl absolutní odchylky dílčího ukazatele  $\Delta a_i$  a hodnoty dílčího ukazatele ve výchozím roce  $a_{i,0}$ . Diskretní výnos vrcholového ukazatele  $R_x$  je podílem absolutní odchylky vrcholového ukazatele  $\Delta x$  a hodnoty vrcholového ukazatele ve výchozím roce  $x_0$ .

Slabostí metody jsou váhy, jež jsou přiřazovány při rozdělování společných faktorů. Je obtížné ekonomicky zdůvodnit zvolený přístup. Proto je preferována metoda rovnoměrného dělení podle počtu ukazatelů. Při rovnoměrném dělení lze obecně určit vliv vzorcem (2.68).

$$\Delta x_{ai} = \frac{1}{R_x} \cdot R_{ai} \cdot \left( 1 + \sum_{j \neq i} \frac{1}{2} \cdot R_{aj} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{k \neq i \\ k > j}} \frac{1}{3} \cdot R_{aj} \cdot R_{ak} + \sum_{j \neq i} \sum_{\substack{j \neq i \\ k > j}} \sum_{\substack{m \neq i \\ m > k}} \frac{1}{4} \cdot R_{aj} \cdot R_{ak} \cdot R_{am} + \dots \right) \cdot \Delta y_x \quad (2.68)$$

Funkcionální metoda je považována za zobecněný přístup k pyramidovým rozkladům.

## 2.7.2 Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty

V této části práce bude specifikován vlastní pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty, který byl vytvořen s ohledem na dostupná data. Rozklad *EVA* má několik úrovní.

První úroveň rozkladu je tvořena základní dekompozicí ukazatele ekonomické přidané hodnoty, jež bude v aplikační části práce kvantifikován vzorcem (2.47). Je tedy patrné, že *EVA* je ovlivněna absolutní výší vlastního kapitálu a relativním hodnotovým rozpětím.

Relativní hodnotové rozpětí (tj. spread) je definováno jako rozdíl *ROE* a *R<sub>E</sub>*, což je obsahem druhé úrovně rozkladu. V rámci této úrovně je také rozčleněn vlastní kapitál na součet základního kapitálu, kapitálových fondů, rezervního fondu a ostatních fondů ze zisku, výsledku hospodaření minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období.

Následující úroveň rozkladu představuje podrobnější pohled na jednotlivé faktory hodnotového rozpětí. Náklady kapitálu tvoří součet bezrizikové sazby a rizikových přírážek (za velikost podniku, za obchodní podnikatelské riziko, za finanční stabilitu a za finanční strukturu). Ukazatel rentability vlastního kapitálu se rozkládá na součin úrokové a daňové redukce (*EAT/EBIT*), rentability aktiv (*EBIT/A*) a finanční páky (*A/E*).

Čtvrtá úroveň detailně rozkládá ukazatel úrokové a daňové redukce a ukazatel rentability aktiv. Úrokovou a daňovou redukci lze dekomponovat na součin daňové redukce zisku (*EAT/EBT*) a úrokové redukce zisku (*EBT/EBIT*). Rentabilita aktiv je pak součinem rentability výnosů (*EBIT/V*) a obrátky aktiv (*V/A*).

Další úroveň se zaměřuje na rentabilitu výnosů, obrátku aktiv a finanční páku. Rentabilita výnosů je rozdílem mezi 1 a ukazatelem nákladovosti (*N/V*). Obrátka aktiv je

charakterizována jako podíl 1 a doby obratu aktiv ( $A/V$ ). Finanční páka je také podíl, kdy v čitateli je 1 a ve jmenovateli je rozdíl 1 a ukazatele celkové zadluženosti ( $CK/A$ ).

Šestá úroveň rozkladu detailně popisuje ukazatel nákladovosti, dobu obratu aktiv a ukazatel celkové zadluženosti. Ukazatel nákladovosti je rozpracován na součet provozní nákladovosti ( $N_{provozní}/V$ ) a finanční nákladovosti ( $N_{finanční}/V$ ). Doba obratu aktiv v této úrovni rozkladu je rovněž součet, a to doby obratu dlouhodobého majetku ( $DM/V$ ), doby obratu oběžných aktiv ( $OA/V$ ) a doby obratu ostatních aktiv ( $Ostatní\ A/V$ ). Ukazatel celkové zadluženosti je dekomponován na ukazatel dlouhodobé zadluženosti ( $CK_{dlouhodobý}/A$ ) a ukazatel běžné zadluženosti ( $CK_{krátkodobý}/A$ ).

Úroveň sedmá, je poslední úrovní pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty. Zde jsou velmi podrobně rozpracovány všechny ukazatele předešlé úrovně rozkladu (mimo ukazatel finanční nákladovosti a ukazatel doby obratu ostatních aktiv). Detailně jsou rozpracovány položky provozních nákladů, stálých i oběžných aktiv, dlouhodobých i krátkodobých cizích zdrojů. Celý pyramidový rozklad je součástí přílohy č. 8.

### **3 Analýza finanční výkonnosti podniku prostřednictvím vybraných metod**

V úvodu této části práce bude představena zvolená společnost. Jedná se o stavební společnost HOCHTIEF CZ. Poté bude věnována pozornost horizontální analýze a vertikální analýze společnosti. Také budou kvantifikovány poměrové ukazatele a vybrané bankrotní a bonitní modely. Veškeré výpočty vycházejí z výkazů společnosti HOCHTIEF CZ, jež jsou součástí příloh.

#### **3.1 Charakteristika společnosti**

Historie společnosti HOCHTIEF CZ se začala psát v roce 1938, kdy se podnikatel Jan Baťa rozhodl založit v Sezimově Ústí novou továrnu. Továrnu a přilehlé satelitní městečko stavěla Baťova stavební divize. Po 2. světové válce přišlo znárodnění a z Baťovy stavební divize se stal národní podnik (r. 1951). Národní podnik Vodní stavby získal postavení nejvýznamnějšího a největšího stavebního dodavatele v Československu. Dalším důležitým milníkem byl rok 1985, kdy byla vyčleněna jedna divize na výstavbu 1. a 2. bloku jaderné elektrárny Temelín. Období po sametové revoluci se neslo ve znamení privatizace a několika změn názvů společnosti. Nicméně název vždy odkazoval na historickou značku Vodní stavby. V porevoluční éře byl důležitý rok 1999, kdy došlo ke změně vlastníka. Novým majoritním akcionářem se stal nadnárodní stavební koncern HOCHTIEF. Poslední významné změny se udály v roce 2006, kdy společnost získala svůj aktuální název, změnila sídlo, přejmenovala jednotlivé divize (z číselného označení se přešlo na slovní) a založila dvě zcela nové divize.

I nyní patří stavební společnost HOCHTIEF CZ mezi nejlepší ve svém oboru. Jsou realizovány stavby v segmentech stavebního trhu celé České republiky. Uskutečňována je tedy bytová, občansko-administrativní, průmyslová, ekologická a vodohospodářská výstavba, včetně projektů dopravní a liniové infrastruktury. Společnost samozřejmě poskytuje i servisní služby. Dále také provozuje půjčovny bednění, zařízení stavenišť, drobné a střední mechanizace či mechanizace stavební. V současnosti zaměstnává okolo 1 100 pracovníků. Společnost je také členem v mnoha zájmových organizacích (celkem 21).

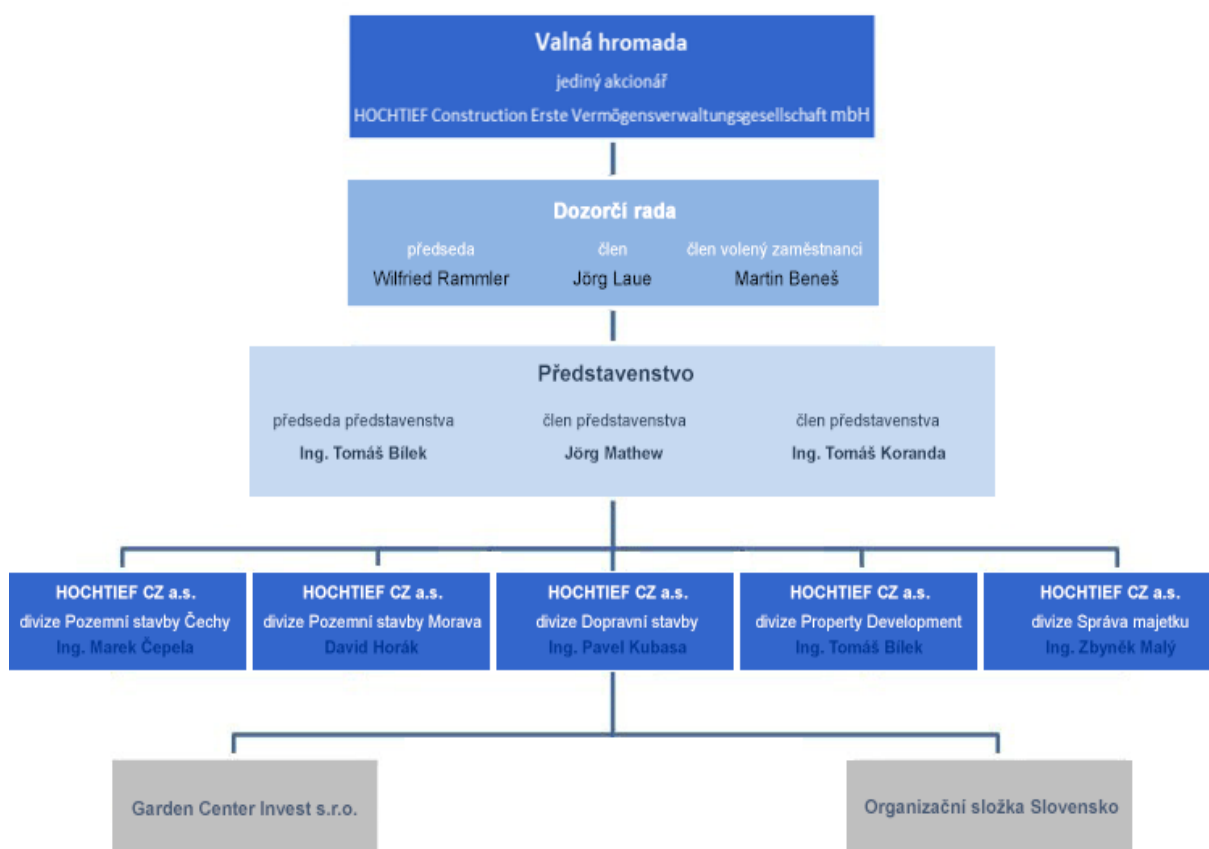
HOCHTIEF CZ je držitelem řady ocenění. Např. v roce 2013 společností realizovaná stavba nové budovy Fakulty elektrotechniky a informatiky v areálu VŠB-TUO obdržela druhé místo v soutěži o titul Dům roku 2012, který každoročně uděluje statutární město Ostrava. Za jiná svá díla firma získala Cenu Hejtmána MSK v soutěži Stavba Moravskoslezského kraje.

Jak již bylo zmíněno, HOCHTIEF CZ je již patnáct let součástí silného nadnárodního stavebního koncernu HOCHTIEF AG, který byl zahrnut do Dow Jones Sustainability Index. Tento koncern zaměstnává okolo 80 000 zaměstnanců a jeho obrat činí více než 25 mld. Eur. Mimo svou domovskou zemi generuje HOCHTIEF AG největší obrat.

HOCHTIEF CZ má také kapitálovou účast v jiné společnosti. Jedná se o společnost H-Parking Solutions s.r.o., jež byla zřízena jako projektová společnost pro PPP projekt parkovacího domu v Havířově.

Organizační strukturu společnosti, včetně hlavních představitelů jednotlivých orgánů zobrazuje Obr. 3.1.

**Obr. 3.1** - Organizační struktura HOCHTIEF CZ



Zdroj: <http://www.hochtief.cz/kdo-jsme/hochtief-cz/organizacni-struktura>

## 3.2 Horizontální a vertikální analýza

Dále bude popsána vypočítaná horizontální a vertikální analýza vybraných položek rozvahy i výkazu zisku a ztráty společnosti HOCHTIEF CZ. Horizontální analýza byla kvantifikována pomocí vzorců (2.9) a (2.10). Vertikální analýza vychází ze vzorce (2.11). Podrobnou horizontální i vertikální analýzu obsahují přílohy č. 4 - č. 7.

### 3.2.1 Horizontální analýza rozvahy

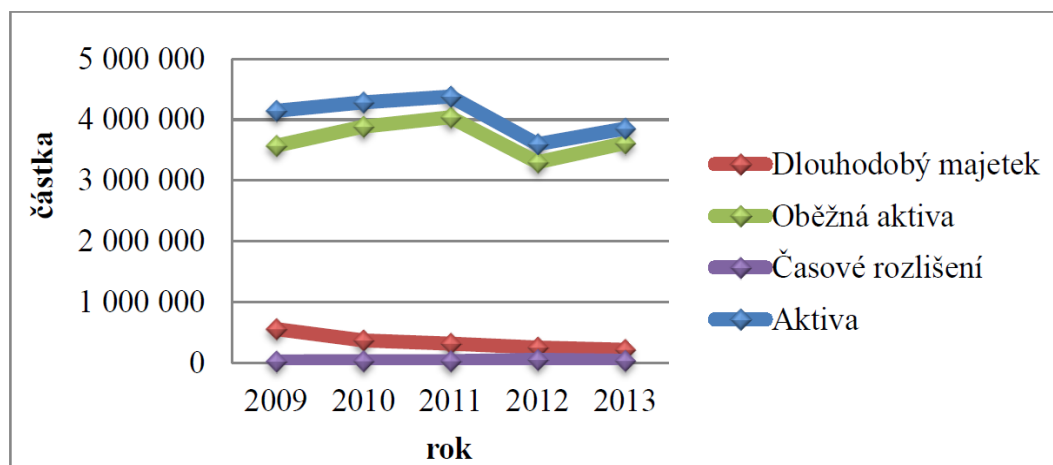
Jak je patrné z horizontální analýzy, celková aktiva (resp. pasiva) měla rostoucí trend až do roku 2011. V roce 2010 tedy došlo ke zvýšení o 139 295 tis. Kč (o 3,36 %) oproti předchozímu roku a v dalším období o 98 739 tis. Kč (o 2,31 %). Nicméně v roce 2012 došlo k významnému poklesu, konkrétně o 787 075 tis. Kč (o 17,97 %). V posledním sledovaném roce byl zaznamenán znovu nárůst, a to o 259 702 tis. Kč (o 7,23 %).

Absolutní a relativní změnu aktiv a jejich hlavních položek zahrnuje Tab. 3.1. Pro lepší přehlednost byl sestrojen i graf 3.1.

**Tab. 3.1** - Absolutní i relativní změny aktiv

Změna	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
<b>Stálá aktiva</b>	-184 097	-33,23	-55 287	-14,95	-64 503	-20,50	-39 017	-15,60
<b>Oběžná aktiva</b>	317 707	8,90	151 313	3,89	-741 464	-18,37	316 559	9,61
<b>Čas. rozlišení</b>	5 685	27,27	2 710	10,21	18 892	64,61	-17 840	-37,06
<b>Aktiva celkem</b>	<b>139 295</b>	<b>3,36</b>	<b>98 736</b>	<b>2,31</b>	<b>-787 075</b>	<b>-17,97</b>	<b>259 702</b>	<b>7,23</b>

**Graf 3.1** - Horizontální analýza aktiv (v tis. Kč)





Dlouhodobý majetek v průběhu let neustále klesal. V roce 2010 byl zaznamenán největší propad, a to o 184 097 tis. Kč (o 33,23 %). V tomto roce nejvíce poklesl dlouhodobý nehmotný majetek, ale o polovinu se také snížil dlouhodobý finanční majetek. V posledních třech analyzovaných letech se nejvíce snižoval dlouhodobý hmotný majetek. V roce 2011 se tedy stálá aktiva snížila o 55 287 tis. Kč (o 14,95 %), v roce 2012 hodnota klesla o dalších 64 503 tis. Kč (o 20,50 %) a v roce 2013 došlo k poklesu o 39 017 tis. Kč (o 15,60 %).

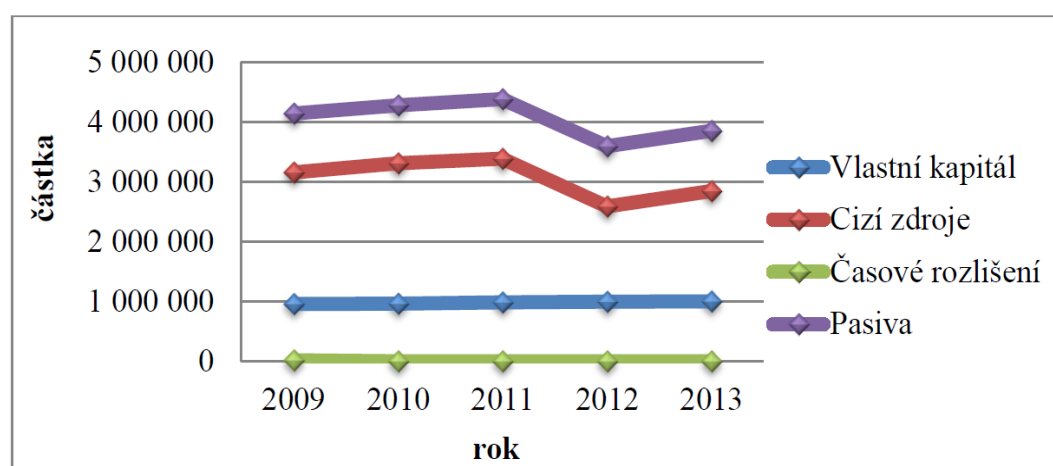
U oběžných aktiv lze pozorovat většinou opačný trend než u dlouhodobého majetku. Až do roku 2011 se oběžná aktiva mírně navyšují. Oběžný majetek se tedy v roce 2010 zvýšil o 317 707 tis. Kč (o 8,90 %) a následně o 151 313 tis. Kč (o 3,89 %). V dalším období došlo však k výraznému propadu, konkrétně částku o 741 464 tis. Kč (o 18,37 %). V posledním sledovaném roce byl zaznamenán opět nárůst, a to o 316 559 tis. Kč (o 9,61%). Vývoj oběžných aktiv zapříčinily především krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek.

Absolutní a relativní změnu pasiv a jejich hlavních položek zobrazuje Tab. 3.2. Horizontální analýzu pasiv také zachycuje graf 3.2, který byl sestaven pro lepší přehlednost.

**Tab. 3.2** - Absolutní i relativní změny pasiv

Změna	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
<b>Vlastní kapitál</b>	5 179	0,54	21 327	2,21	13 680	1,39	3 634	0,36
<b>Cizí kapitál</b>	150 377	4,76	78 976	2,38	-800 972	-23,62	256 199	9,89
<b>Čas. rozlišení</b>	-16 261	-75,66	-1 567	-29,96	217	5,92	-131	-3,38
<b>Pasiva celkem</b>	<b>139 295</b>	<b>3,36</b>	<b>98 736</b>	<b>2,31</b>	<b>-787 075</b>	<b>-17,97</b>	<b>259 702</b>	<b>7,23</b>

**Graf 3.2** - Horizontální analýza pasiv (v tis. Kč)



Je zřejmé, že vlastní kapitál ve všech analyzovaných letech rostl jen nepatrně, což lze přičítat výsledku hospodaření minulých let (mimo rok 2011). V roce 2010 tedy hodnota vlastního kapitálu stoupla pouze o 5 179 tis. Kč (o 0,54 %). V roce 2011 byl zaznamenán největší nárůst ze sledovaných let, kdy vlastní kapitál vzrostl o 21 327 tis. Kč (o 2,21 %). V tomto roce měl největší vliv výsledek hospodaření běžného účetního období. V dalším roce se vlastní zdroje zvýšily o 13 680 tis. Kč (o 1,39 %) a v roce 2013 o 3 634 tis. Kč (o 0,36 %).

Trend u cizího kapitálu byl také rostoucí (s výjimkou roku 2012). V roce 2010 se tedy hodnota cizích zdrojů zvýšila o 150 377 tis. Kč (o 4,76 %) a v roce 2011 o 78 976 tis. Kč (o 2,38 %). Významný propad byl u cizích zdrojů zaznamenán v roce 2012, kdy se jejich hodnota snížila o 800 972 tis. Kč (o 23,62 %). V posledním sledovaném období došlo k meziročnímu nárůstu cizích zdrojů, konkrétně o 256 199 tis. Kč (o 9,89 %). Největší podíl na tomto vývoji cizího kapitálu měly krátkodobé závazky.

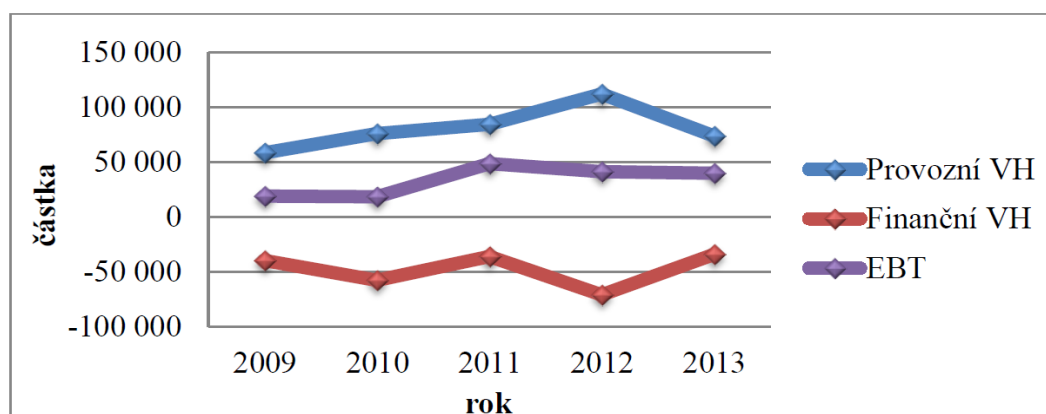
### 3.2.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Výsledky hospodaření se vyvíjely v průběhu analyzovaných let různě, jak je patrné z grafu 3.3. Absolutní a relativní změnu jednotlivých výsledků hospodaření udává Tab. 3.3.

**Tab. 3.3** - Absolutní i relativní změny jednotlivých výsledků hospodaření

Změna	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
<b>Provozní VH</b>	17 596	30,07	8 359	10,98	27 595	32,66	-38 272	-34,15
<b>Finanční VH</b>	-18 202	-45,98	21 905	37,91	-34 992	-97,52	36 981	52,18
<b>EBT</b>	-606	-3,20	30 264	165,07	-7 397	-15,22	-1 291	-3,13

**Graf 3.3** - Vývoj jednotlivých výsledků hospodaření (v tis. Kč)



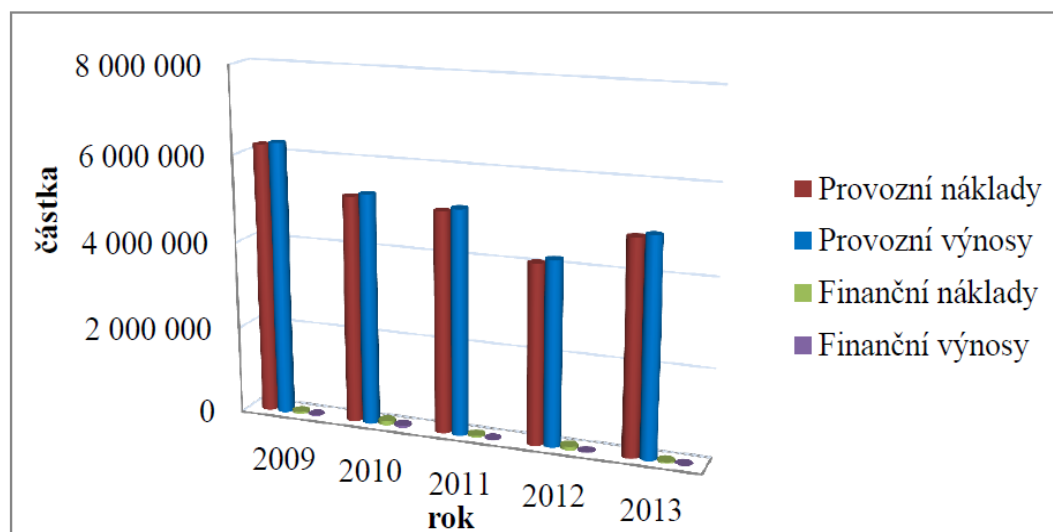
Provozní výsledek hospodaření, který je dán rozdílem mezi provozními výnosy a provozními náklady, až do roku 2012 rostl. Nicméně v roce 2013 došlo k výraznému poklesu, konkrétně o 38 272 tis. Kč (o 34,15 %). U finančního výsledku hospodaření, jež je představován rozdílem mezi finančními výnosy a finančními náklady, lze pozorovat kolísavý charakter. Trend výsledku hospodaření před daněmi (*EBT*) je většinou klesající. Výjimkou je rok 2010, kdy došlo k významnému zvýšení o 30 264 tis. Kč (o 165,07 %). V následujícím textu budou analyzovány provozní a finanční náklady i výnosy, jež mají vliv na výsledky hospodaření.

Absolutní a relativní změnu provozních a finančních nákladů i výnosů obsahuje níže uvedená Tab. 3.4. Horizontální analýza nákladů a výnosů je také zobrazena pomocí grafu 3.4.

**Tab. 3.4** - Absolutní i relativní změny provozních a finančních nákladů i výnosů

Změna	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
<b>Provozní náklady</b>	-1 011 395	-16,28	-159 019	-3,06	-949 360	-18,82	763 612	18,65
<b>Provozní výnosy</b>	-993 799	-15,84	-150 660	-2,85	-921 765	-17,98	725 340	17,25
<b>Finanční náklady</b>	47 541	87,71	-54 344	-53,41	27 844	58,74	-37 160	-49,38
<b>Finanční výnosy</b>	29 339	200,69	-32 439	-73,80	-7 148	-62,05	-179	-4,10

**Graf 3.4** - Horizontální analýza nákladů a výnosů (v tis. Kč)



Náklady v provozní oblasti až do roku 2012 klesaly. Tento vývoj souvisí s krizí ve stavebnictví propuknuvší v roce 2009. V roce 2010 se tedy provozní náklady snížily o 1 011 395 tis. Kč (o 16,28 %). V následujícím roce propad pokračoval, a to o částku 159 019 tis. Kč (o 3,06 %). V roce 2012 provozní náklady opět výrazně klesly, konkrétně o 949 360 (o 18,82 %). V posledním sledovaném roce došlo však k růstu provozních nákladů o 763 612 tis. Kč (o 18,65 %). Tento vývoj nejvíce ovlivnila spotřeba materiálu a energie. Nicméně v roce 2011 vliv spotřeby materiálu a energie převážily osobní náklady a ostatní provozní náklady.

Obdobný vývoj měly i provozní výnosy. V roce 2010 byl zaznamenán značný propad provozních výnosů, a to o 993 799 tis. Kč (o 15,84 %). V roce 2011 byl pokles mírnější, hodnota provozních výnosů se snížila o 150 660 tis. Kč (o 2,85 %). V roce následujícím došlo opět k výraznému snížení, konkrétně o 921 765 tis. Kč (o 17,98 %). V roce 2013 provozní výnosy již rostou, a to o 725 340 tis. Kč (o 17,25 %). Největší podíl na tomto vývoji mají tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Nicméně v roce 2011 vliv tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb převážily ostatní provozní výnosy, které se v tomto roce rapidně snížily.

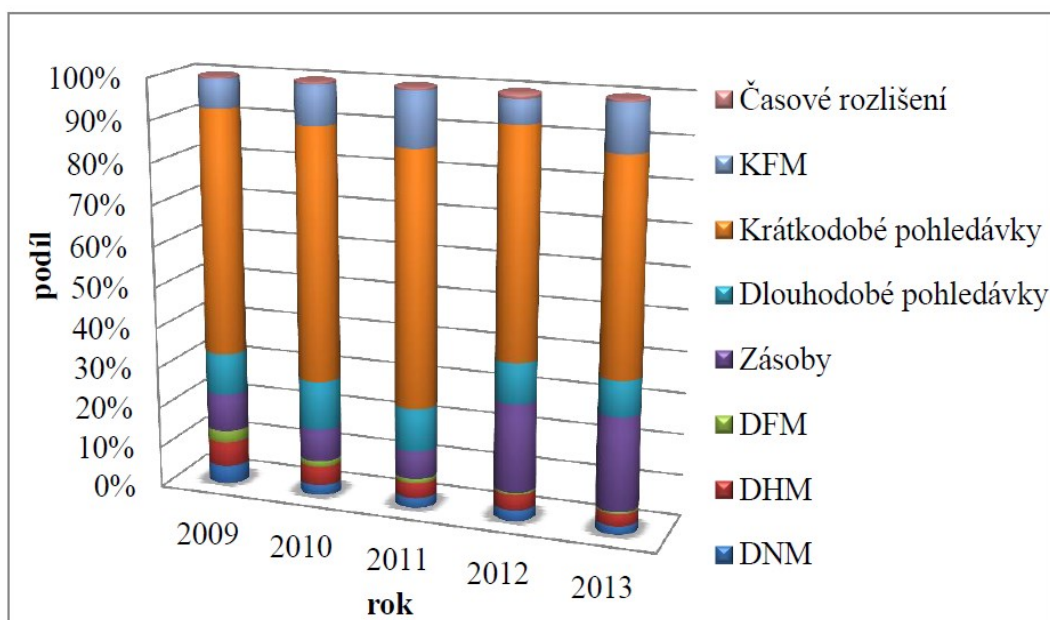
Jak je patrné z grafu 3.4, finanční náklady se pohybují oproti provozním nákladům ve velmi nízkých hodnotách a v průběhu sledovaných let kolísaly. Nejprve byl vykázán růst o 45 541 tis. Kč (o 87,71 %), v dalším období naopak pokles o 54 344 tis. Kč (o 53,41 %). Tento vývoj lze přičítat položce prodané cenné papíry a podíly. V roce 2012 pak finanční náklady zase vzrostly o 27 844 tis. Kč (o 58,74 %) a v posledním analyzovaném roce se zase snížily, konkrétně o 37 160 tis. Kč (o 49,38 %). V posledních dvou letech se nejvíce změnila položka změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti.

Také finanční výnosy jsou oproti těm provozním velmi nízké. V průběhu sledovaného období (mimo rok 2010) finanční výnosy klesaly. Ve zmiňovaném roce 2010 došlo k růstu finančních výnosů o 29 339 tis. Kč (o 200,69 %). Poté následuje velký propad, hodnota finančních výnosů se snižuje o 32 439 tis. Kč (o 73,80 %). Tento vývoj lze přičíst tržbám z prodeje cenných papírů a podílů. Pokles však pokračoval i v následujících letech. V roce 2012 finanční výnosy se snížily o 7 148 tis. Kč (o 62,05 %), a to vlivem ostatních finančních výnosů. V roce 2013 byl zaznamenán pouze mírný pokles o 179 tis. Kč (o 4,10 %).

### 3.2.3 Vertikální analýza rozvahy

Graf 3.5 zobrazuje podíl jednotlivých položek aktiv na celkových aktivech firmy HOCHTIEF CZ.

**Graf 3.5 - Struktura aktiv (v %)**



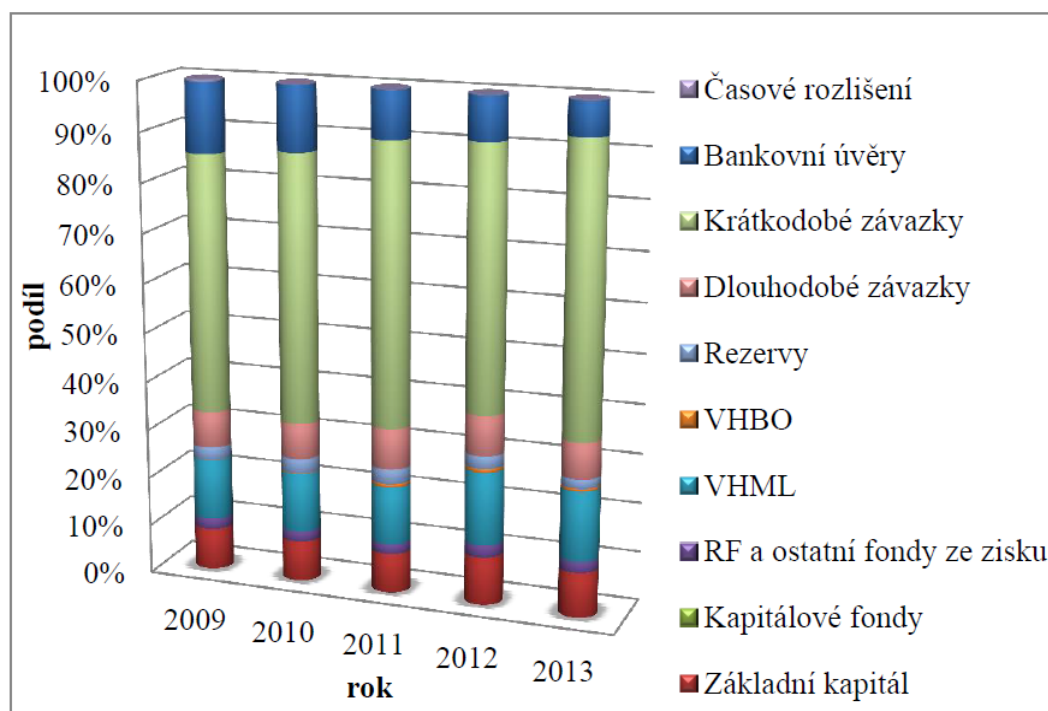
Jak je patrné z grafu 3.5, podíl oběžného majetku na celkových aktivech firmy je rozhodující a postupem času se zvyšuje na úkor podílu dlouhodobého majetku. Na počátku sledovaného období činila oběžná aktiva 86,12 % z celkových aktiv, přičemž na dlouhodobý majetek připadl podíl ve výši 13,37 %. Na konci období se podíl oběžného majetku zvýšil na 93,74 % při poklesu stálých aktiv na 5,48 %. Podíl časového rozlišení je zanedbatelný.

Ve všech sledovaných letech měly největší podíl krátkodobé pohledávky. Jejich podíl vždy překročil 50 % z celkových aktiv a v roce 2010 činil dokonce 61,18 %. Podíly ostatních položek oběžného majetku se pohybovaly okolo 10 %. Výjimkou jsou zásoby, jejichž podíl se v letech 2012 a 2013 zdvojnásobil. V roce 2012 zásoby tvořily 21,51 % celkových aktiv a v roce 2013 dokonce 22,69 %.

Jak již bylo zmíněno, podíl dlouhodobého majetku není velký. U stálých aktiv měl vždy největší podíl dlouhodobý hmotný majetek. Hmotná aktiva tvoří přibližně 50 % z celkového podílu stálých aktiv na majetku firmy.

Graf 3.6 zachycuje podíl jednotlivých položek pasiv na celkových pasivech společnosti HOCHTIEF CZ.

**Graf 3.6 - Struktura pasiv (v %)**



Z grafu 3.6 vyplývá, že cizí zdroje převažují nad vlastními. Podíl cizího kapitálu se vždy pohybuje okolo 70 % a podíl vlastních zdrojů okolo 20 %. Největší podíl měly cizí zdroje v roce 2011, kdy hodnota podílu činila 77,39 %. V témže roce byl podíl vlastního kapitálu 22,52 %. Naopak nejnižšího podílu cizího kapitálu bylo dosaženo hned v roce následujícím. V tomto roce cizí zdroje činily 72,05 % z celkových zdrojů firmy, přičemž vlastní kapitál tvořil 27,84 %. Také zde je podíl časového rozlišení zanedbatelný.

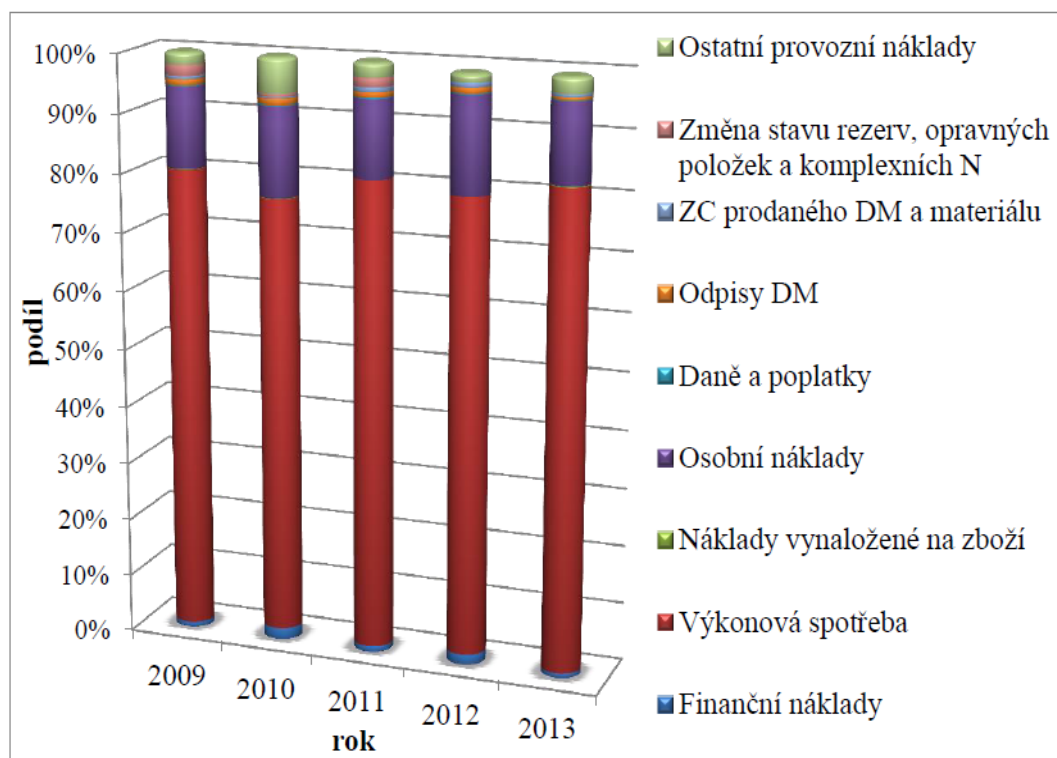
Během celého sledovaného období měly na zdrojích firmy největší podíl krátkodobé závazky, přičemž jejich podíl kolísal v rozmezí 50 % – 60 %. Podíly ostatních položek nejsou tak významné. Dlouhodobé závazky tvořily přibližně 7 %, v letech 2011 a 2012 dokonce 8 %. U rezerv se podíl pohyboval okolo 2 % – 3 %. Nicméně v roce 2013 podíl rezerv poklesl až na 1,85 % z celkových pasiv firmy. Poslední položkou cizích zdrojů jsou bankovní úvěry, které v roce 2009 tvořily přes 14 % zdrojů firmy. Postupem času se však podíl snižoval a nyní je poloviční, tj. necelých 7 %.

U vlastních zdrojů má rozhodující podíl výsledek hospodaření minulých let, jehož podíl nyní činí přes 14 %. Dále je z vlastních zdrojů významný základní kapitál se současným podílem 9,10 %. Okolo 2 % má podíl rezervní fond a ostatní fondy ze zisku. Ostatní položky vlastního kapitálu (tj. výsledek hospodaření běžného účetního období a kapitálové fondy) mají zanedbatelný podíl.

### 3.2.4 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

V grafu 3.7 je zachycen podíl jednotlivých nákladů na celkových nákladech firmy HOCHTIEF CZ. V grafu jsou jednotlivě zobrazeny pouze provozní náklady. Finanční náklady jsou zobrazeny jako jeden celek, jelikož jednotlivé položky finančních nákladů mají velmi nízký podíl na celkových nákladech a v grafu by byly neznatelné.

**Graf 3.7 - Struktura nákladů (v %)**

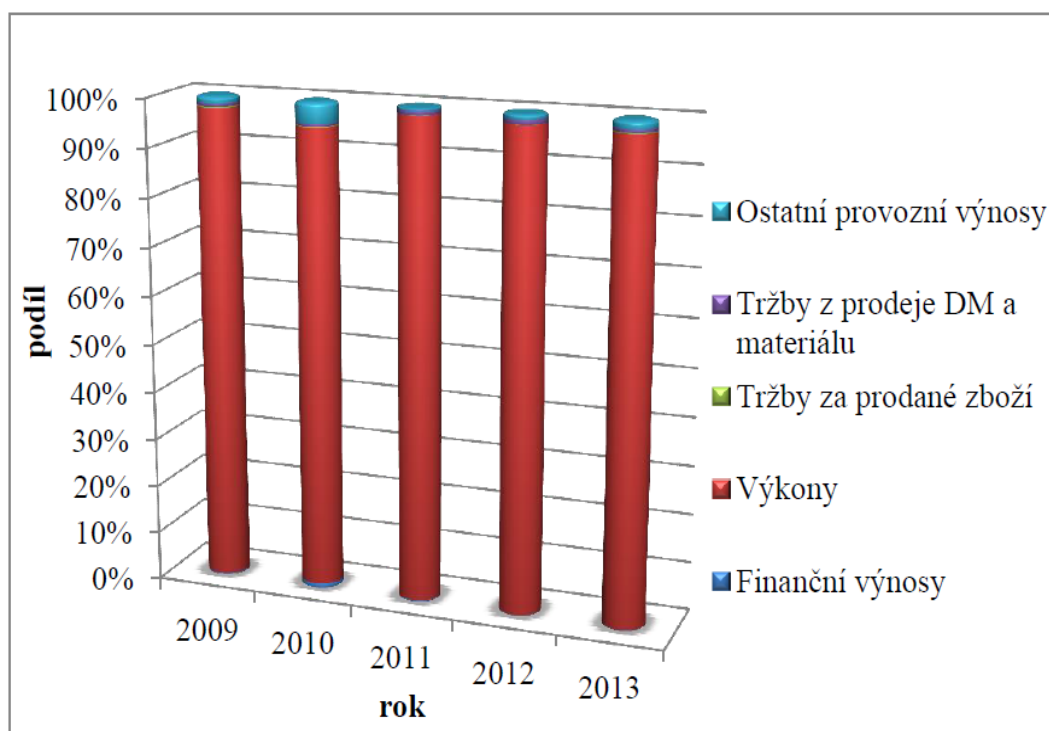


Je zřejmé, že nejvyšší podíl na nákladech firmy má výkonová spotřeba, tj. součet spotřeby materiálu a energie a služeb. Podíl výkonové spotřeby v průběhu celého období kolísal okolo 80 %. Další významnou položkou jsou osobní náklady. Jejich podíl se pohyboval kolem 13 % s výjimkou let 2010 a 2012. V roce 2010 podíl osobních nákladů činil 15,19 % a v roce 2012 dokonce 16,58 %. Také ostatní provozní náklady jsou v grafu poměrně dobře znatelné, přičemž jejich podíl vždy tvořil přibližně 2 % z celkových nákladů (mimo rok 2010). V tomto roce podíl ostatních provozních nákladů vzrostl na 5,98 %. Podíly ostatních položek nákladů většinou nepřekročily 1 % a také jsou v grafu špatně viditelné.

V grafu 3.8 je zachycen podíl jednotlivých nákladů na celkových nákladech firmy HOCHTIEF CZ. I zde jsou jednotlivě zobrazeny pouze provozní výnosy a finanční výnosy jsou zobrazeny jako jeden celek.



**Graf 3.8 - Struktura výnosů (v %)**



U výnosů mají rozhodující podíl výkony, tj. součet tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, aktivace a změny stavu zásob vlastní činnosti. Podíl výkonů ve všech analyzovaných letech činil více než 90 %. V posledním roce se výkony na celkových výnosech firmy podílely z 97,43 %. Z grafu lze také dobře rozpoznat ostatní provozní výnosy, jejichž podíl se pohyboval okolo 1 % (kromě roku 2010, kdy podíl tvořil 4,31 %). Ostatní položky výnosů jsou z grafu téměř nerozpoznatelné a jejich podíl nepřekročil ani 1 %.

### 3.3 Poměrová analýza

V následujícím textu bude provedena analýza poměrovými ukazateli. V Tab. 3.5 – 3.8 jsou zachyceny vypočtené hodnoty ukazatelů finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity společnosti HOCHTIEF CZ. Pro lepší přehled bylo využito také grafického aparátu. Jednotlivé skupiny ukazatelů jsou tedy zobrazeny v grafech 3.9 – 3.13.

#### 3.3.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

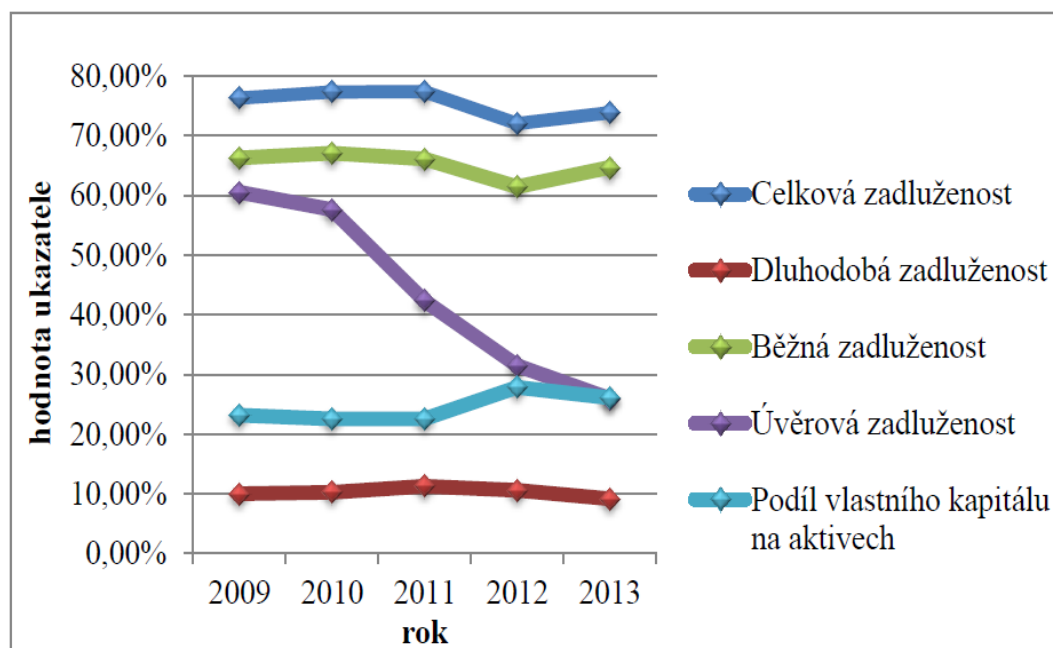
Ukazatele zadluženosti a finanční stability byly vypočítány dle vzorců (2.12) – (2.22). Jednotlivé ukazatele finanční stability a zadluženosti zobrazuje Tab. 3.5. Vybrané ukazatele jsou také zachyceny v grafu 3.9.



**Tab. 3.5** - Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Podíl vlastního kapitálu na aktivech</b>	23,18 %	22,55 %	22,52 %	27,84 %	26,06 %
<b>Stupeň krytí stálých aktiv</b>	248,30 %	379,46 %	470,36 %	552,29 %	642,50 %
<b>Majetkový koeficient</b>	4,31	4,44	4,44	3,59	3,84
<b>Celková zadluženost</b>	76,30 %	77,33 %	77,39 %	72,05 %	73,85 %
<b>Dlouhodobá zadluženost</b>	10,02 %	10,23 %	11,25 %	10,60 %	9,14 %
<b>Běžná zadluženost</b>	66,28 %	67,10 %	66,14 %	61,46 %	64,71 %
<b>Zadluženost vlastního kapitálu</b>	329,19 %	343,00 %	343,59 %	258,83 %	283,41 %
<b>Úrokové krytí</b>	1,71	1,83	4,34	4,09	6,33
<b>Úrokové zatížení</b>	0,59	0,55	0,23	0,24	0,16
<b>Úvěrová zadluženost</b>	60,56 %	57,65 %	42,36 %	31,46 %	25,94 %
<b>Doba návratnosti úvěru</b>	8,60	8,96	5,73	4,91	5,54

**Graf 3.9** - Ukazatele finanční stability a zadluženosti (v %)



Výsledné hodnoty podílu vlastního kapitálu na aktivech, jež by vyčíslen podle vzorce (2.12), se pohybovaly mezi 20 % - 30 %. Nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2012, kdy se vlastní kapitál podílel na aktivech z 27,84 %. Naopak nejnižší byl ukazatel v roce 2011, kdy podíl činil 22,52 %. Podíl vlastního kapitálu na aktivech měl spíše klesající tendenci (mimo rok 2012), požadovaný trend tedy dodržen nebyl. Tento vývoj ukazatele zapříčinila aktiva, a to konkrétně položka krátkodobých pohledávek, jež v průběhu let rostla (mimo rok 2012).

Stupeň krytí stálých aktiv, který byl kvantifikován dle vzorce (2.13), by měl dosahovat alespoň 100 % hodnoty. Tato podmínka byla ve všech sledovaných letech splněna, stavební společnost HOCHTIEF CZ tedy veškerá stálá aktiva kryje dlouhodobým kapitálem. Také je dodržen požadovaný trend. Nicméně hodnota ukazatele se postupem času vyšplhala až na 642,50 %. To značí, že společnost kromě stálých aktiv kryje dlouhodobým kapitálem také podstatnou část oběžných aktiv. Mohlo by to vypovídat o neefektivním využívání finančních zdrojů. To by znamenalo, že by do budoucna měla společnost zapojit více cizích zdrojů, jež jsou oproti zdrojům vlastním levnější. Nicméně z ostatních ukazatelů zadluženosti vyplývá, že firma využívá cizí zdroje poměrně dost. Příčina tohoto vývoje ukazatele tedy spočívá ve velmi nízké hodnotě stálých aktiv.

Finanční páka (neboli majetkový koeficient), která byla určena dle vztahu (2.14), by v čase měla být stabilní. Podmínka stability byla dodržena až do roku 2011, kdy hodnota ukazatele činila 4,44. Poté se ukazatel snížil na 3,59 a v roce 2013 se zvýšil na 3,84. Finanční páka je ovlivněna stejnými faktory jako ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech.

Celková zadluženost podniku, jež byla vypočítána podle vzorce (2.15), by měla v čase klesat. Avšak zadluženost firmy HOCHTIEF CZ spíše mírně roste (mimo rok 2012). Tento vývoj ukazatele způsobily cizí zdroje, které mají stejnou tendenci v čase jako celý ukazatel. Zadluženost podniku se pohybuje poměrně vysoko, a to mezi 70 % - 80 %.

Celková zadluženost zahrnuje zadluženost dlouhodobou a běžnou, které by měly mít taktéž klesající trend. Dlouhodobá zadluženost byla vyčíslena dle vzorce (2.16) a mírně roste až do roku 2011. Od roku 2012 je tedy možné pozorovat klesající tendence ukazatele. Dlouhodobá zadluženost nyní činí 9,14 %. Z toho tedy vyplývá, že společnost využívá spíše krátkodobý cizí kapitál. Běžná zadluženost byla určena vztahem (2.17) a v čase poměrně kolísá. Nejdříve do roku 2010 roste, poté v letech 2011 a 2012 klesá a v posledním sledovaném roce opět roste. Běžná zadluženost je nyní 64,71 %.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu byl kvantifikován dle vzorce (2.18) a v čase by měl také klesat. Doporučená hodnota je 80 % - 120 % u stabilních společností. Nicméně společnost HOCHTIEF CZ se vymyká trendu i doporučeným hodnotám. Ukazatel v čase většinou roste (mimo rok 2012) a dosahuje více než dvojnásobných hodnot oproti doporučení. V současnosti je vlastní kapitál zadlužen z 283,41 %. Z toho plyne, že společnost využívá cizí zdroje poměrně hodně a do budoucna by měla zvážit jejich snížení.

Ukazatel úrokového krytí, jež byl vypočítán podle vzorce (2.19), měl by dosahovat alespoň hodnoty 1 a požaduje se rostoucí trend. U společnosti HOCHTIEF CZ byl trend většinou dodržen (mimo rok 2012) a také doporučenou hodnotu firma ve všech letech splňuje. Výsledné hodnoty značí, že si firma vydělá nejen na úroky, ale i navíc vytvoří zisk. V současnosti je ukazatel úrokového krytí na úrovni 6,33, což je nejvyšší hodnota z celého sledovaného období. Nejnižší hodnota byla v roce 2009, kdy ukazatel činil 1,71. Ukazatel byl ovlivněn především nákladovými úroky, které se postupem času z 26 798 tis. Kč snížily na 7 483 tis. Kč.

Úrokové zatížení, které bylo určeno dle vztahu (2.20), by mělo v čase klesat. U tohoto ukazatele je trend dodržen. Také tento ukazatel především ovlivňuje výše nákladových úroků. V současnosti tedy na 1 Kč zisku připadá 0,16 Kč nákladových úroků.

Úvěrová zadluženost, jež byla vyčíslena vzorcem (2.21), by měla mít stabilní trend. To však u společnosti HOCHTIEF CZ není splněno. Ukazatel v čase klesá, což je způsobeno poklesem bankovních úvěrů. Nicméně na počátku období dosahovala úvěrová zadluženost 60,56 %, pokles je tedy pozitivním jevem. V současnosti hodnota ukazatele činí 25,94 %, což je nejnižší hodnota ze sledových let.

Doba návratnosti úvěru, která byla kvantifikována podle vzorce (2.22), by měla mít klesající tendence. U analyzované firmy však doba návratnosti úvěru v čase kolísá, a to zásluhou čistého zisku. Mezi roky 2009 a 2010 doba návratnosti mírně vzrostla. Již v dalším období je však zaznamenán pokles. Hodnota ukazatele klesala až do roku 2012, kdy doba návratnosti úvěru činila necelých 5 let. V posledním sledovaném roce se opět doba návratnosti úvěru prodloužila, a to na 5,5 roku.

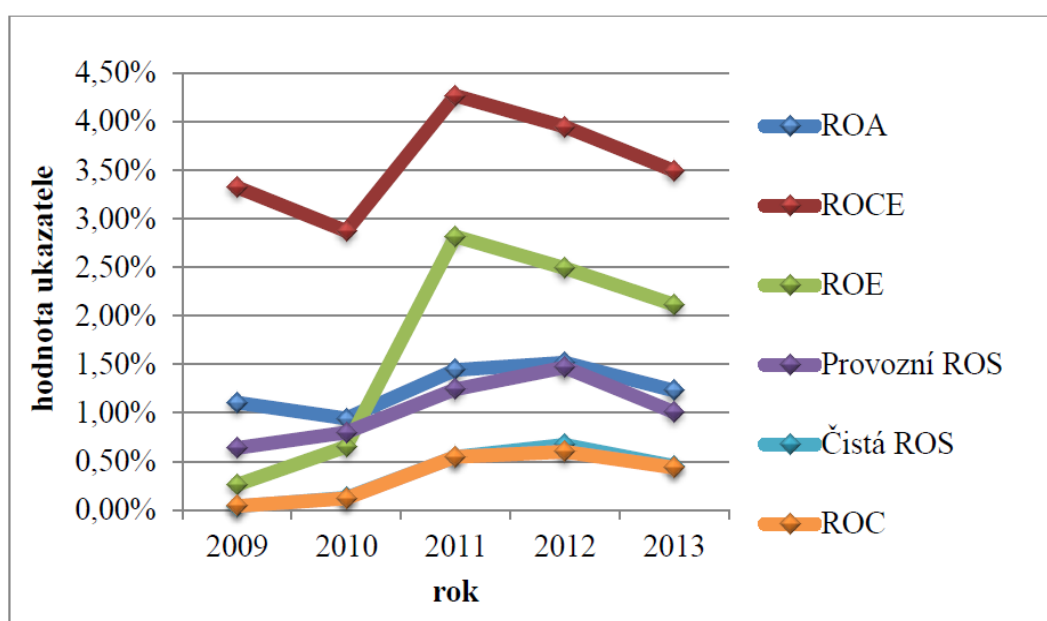
### **3.3.2 Ukazatele rentability**

Ukazatele rentability byly kvantifikovány dle vzorců (2.23) – (2.28), přičemž vždy je požadován rostoucí trend. V Tab. 3.6 jsou obsaženy jednotlivé ukazatele rentability v letech 2009 – 2013. Také graf 3.10 zobrazuje tuto skupinu ukazatelů.

Tab. 3.6 - Ukazatele rentability

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv	1,10 %	0,94 %	1,44 %	1,52 %	1,23 %
Rentabilita dlouhodobých zdrojů	3,33 %	2,87 %	4,27 %	3,95 %	3,49 %
Rentabilita vlastního kapitálu	0,26 %	0,65 %	2,82 %	2,49 %	2,11 %
Provozní rentabilita tržeb	0,64 %	0,80 %	1,24 %	1,47 %	1,01 %
Čistá rentabilita tržeb	0,03 %	0,12 %	0,55 %	0,67 %	0,45 %
Rentabilita nákladů	0,04 %	0,12 %	0,55 %	0,60 %	0,43 %

Graf 3.10 - Ukazatele rentability (v %)



Rentabilita aktiv byla kvantifikována vzorcem (2.23). Ukazatel neměl jednotný trend v čase. Nejprve došlo k poklesu mezi roky 2009 a 2010 a rentabilita aktiv tak dosáhla své nejnižší hodnoty za sledované období, a to 0,94 %. Poté následoval růst, který v roce 2012 vyvrcholil. V tomto roce rentabilita aktiv činila 1,52 %. V roce 2013 došlo opět k poklesu.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů byla vypočítána dle vztahu (2.24). Tento ukazatel v čase spíše klesal (mimo rok 2011), ale ze všech ukazatelů rentability dosahoval nejvyšších hodnot. Mezi roky 2009 a 2010 se rentabilita dlouhodobých zdrojů snížila na 2,87 %, což je nejhorší výsledek z analyzovaného období. V dalším roce se ukazatel téměř zdvojnásobil, a to na 4,27 %. Šlo o nejlepší výsledek z celého období vyvolaný ziskem před úroky a daněmi, jež v tomto roce činil 63 154 tis. Kč. Poté se zisk snižoval, stejně jako celý ukazatel.

Rentabilita vlastního kapitálu je dalším z klíčových ukazatelů rentability a byla určena vztahem (2.25). Ukazatel až do roku 2011 roste, v následujících letech však dochází k mírnému snížení. Ve zmiňovaném roce 2011, kdy bylo dosaženo nejlepšího výsledku, rentabilita vlastního kapitálu činila 2,82 %. Tento prudký nárůst způsobila stejně prudká změna čistého zisku. Naopak nejnižší hodnota byla vykázána na počátku období, kdy rentabilita vlastního kapitálu činila pouhých 0,26 %.

Rentabilita vlastního kapitálu musí, kromě rostoucího trendu, splňovat i další podmínku. Hodnota tohoto ukazatele by měla být vyšší než je rentabilita aktiv. Mimo roky 2009 a 2010 byla tato podmínka splněna. Za nedodržení podmínky stojí čistý zisk, který byl v těchto letech na nízké úrovni.

Dále byla kvantifikována provozní rentabilita tržeb dle vzorce (2.26) a čistá rentabilita tržeb dle vzorce (2.27). Oba ukazatele mají shodný vývoj, tj. do roku 2012 ukazatele v čase rostou a v posledním roce dochází k jejich mírnému snížení. Ve zmiňovaném roce 2012 oba ukazatele dosahují vrcholu, provozní rentabilita tržeb je ve výši 1,47 % a čistá rentabilita tržeb ve výši 0,67 %. Naopak nejnižší hodnoty jsou vykazovány na počátku období, kdy provozní rentabilita tržeb činila 0,64 % a čistá rentabilita tržeb pouhých 0,03 %.

Rentabilita nákladů byla získána výpočtem dle vzorce (2.28). Její vývoj byl totožný jako u ukazatelů rentability tržeb, tj. do roku 2012 růst a poté mírný pokles. Rentabilita nákladů byla také nejvyšší v roce 2012 a nejnižší v roce 2009. V současnosti je z 1 Kč nákladů vytvořeno 0,43 Kč zisku.

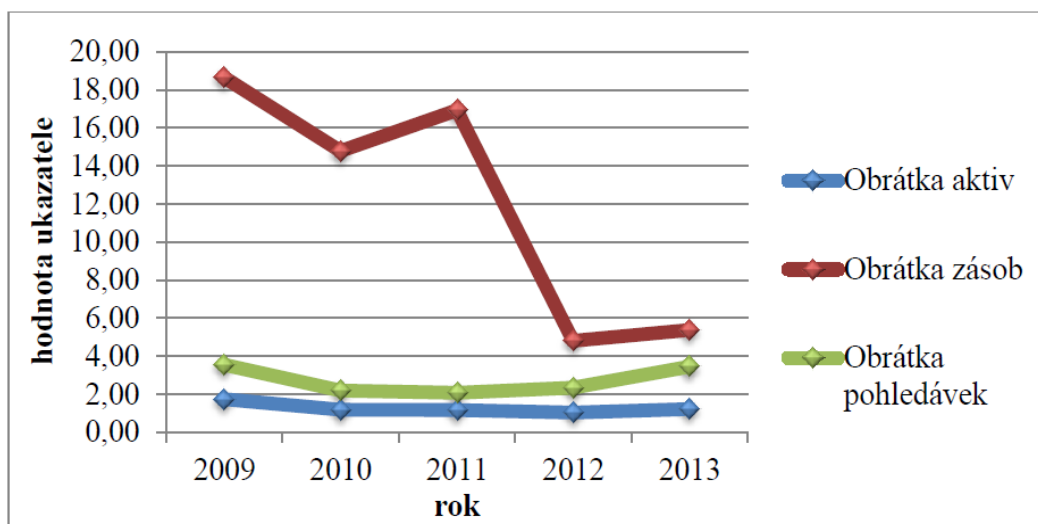
### **3.3.3 Ukazatele aktivity**

Při kvantifikaci ukazatelů aktivity bylo pro výpočet obrátky využito vztahu (2.29) a pro výpočet doby obratu vztahu (2.30). Vybrané ukazatele aktivity v letech 2009 – 2013 zachycuje Tab. 3.7. Na grafu 3.11 se objevují obrátky vybraných položek. Na grafu 3.12 jsou zachyceny doby obratu jednotlivých položek.

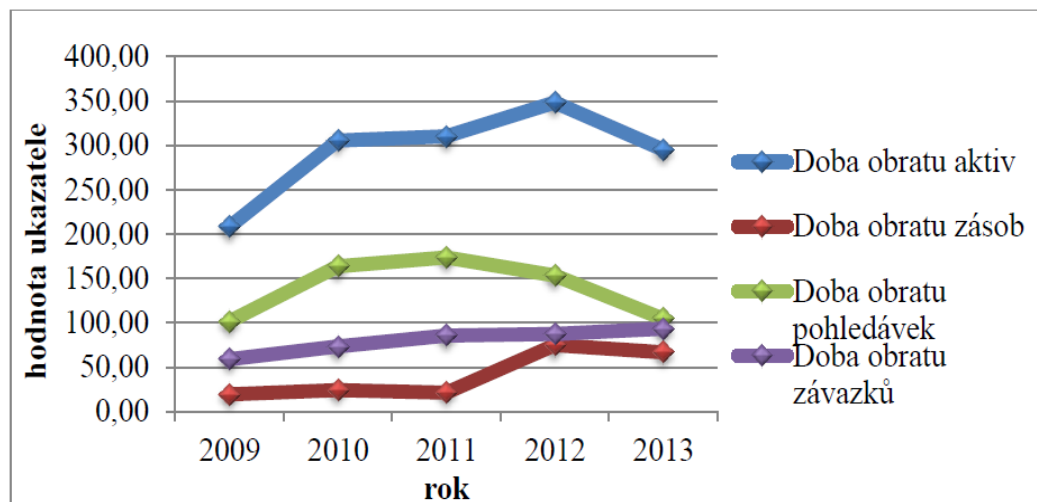
**Tab. 3.7 - Ukazatele aktivity**

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Obrátka celkových aktiv</b>	1,73	1,18	1,16	1,03	1,22
<b>Obrátka zásob</b>	18,67	14,79	16,93	4,81	5,38
<b>Obrátka pohledávek</b>	3,54	2,20	2,07	2,35	3,44
<b>Doba obratu celkových aktiv</b>	208,07	305,33	310,02	347,99	294,84
<b>Doba obratu zásob</b>	19,29	24,34	21,26	74,87	66,90
<b>Doba obratu pohledávek</b>	101,56	163,76	173,65	153,22	104,51
<b>Doba obratu závazků</b>	59,04	73,43	85,40	87,56	93,23

**Graf 3.11 - Ukazatele aktivity - obrátky**



**Graf 3.12 - Ukazatele aktivity - doby obratu**



Obrátka celkových aktiv by měla mít rostoucí charakter, což u firmy HOCHTIEF CZ dodrženo nebylo. Mimo rok 2013 se ukazatel v čase mírně snižoval, ale jeho hodnota nikdy neklesla pod hodnotu 1. Aktiva se tedy obrátí vždy minimálně jednou za rok.

Také obrátka zásob by měla v čase růst, ale u analyzované firmy kolísá. Z nejvyšší hodnoty, které bylo dosaženo v roce 2009 (tj. z 18,67) ukazatel nejprve klesá na 14,79, poté je však zaznamenán opět růst na 16,93. V roce 2012 hodnota ukazatele se prudce snižuje na svou nejnižší hodnotu, a to na 4,81. Nyní obrátka zásob činí 5,38. Prudký pokles mezi roky 2011 a 2012 byl způsoben nárůstem zásob, jejichž hodnota se v tomto období zdvojnásobila.

Ukazatel obrátky pohledávek by také měl mít rostoucí tendence. Obrátka pohledávek se však do roku 2011 snižuje, pouze v posledních dvou letech je zaznamenán růst. Tento růst ukazatele je způsoben pohledávkami z obchodních vztahů, které se v roce 2012 snížily z 2 453 771 tis. Kč na 1 582 367 tis. Kč. V roce 2013 pokles této položky pokračoval a ukazatel tak dosáhl hodnoty 3,44.

Doba obratu aktiv by měla být, co nejkratší a v čase by měla klesat. U společnosti HOCHTIEF CZ však trend dodržen není (mimo rok 2013). Nejnižší byla doba obratu aktiv v roce 2009, kdy hodnota ukazatele činila přibližně 208 dní. Nicméně mezi roky 2009 a 2010 došlo k prudkému nárůstu a od tohoto roku se doba obratu aktiv navýšila přibližně o 100 dní. Tento vývoj způsobil poměrně velký pokles tržeb, zatímco aktiva vzrostla.

Doba obratu zásob by měla mít také klesající trend, ale ukazatel v čase různě kolísá. Do roku 2011 se doba obratu zásob pohybovala okolo 20 dní. Mezi roky 2011 a 2012 se však ukazatel prudce zvýšil až na 75 dní. V současnosti je doba obratu zásob 67 dní.

Doba obratu pohledávek je požadována, co nejnižší. Ukazatel by se tedy měl v čase snižovat, což platí až od roku 2012. Do té doby doba obratu pohledávek postupně narůstala až na 174 dní. Nyní je hodnota ukazatele na úrovni 105 dní. To znamená, že firma průměrně čeká na platbu od odběratelů více než čtvrt roku.

Ukazatel doby obratu závazků by měl být větší než doba obratu pohledávek (jde o tzv. pravidlo solventnosti). V analyzovaném období pravidlo solventnosti nebylo dodrženo. Nicméně doba obratu závazků se postupem času prodlužuje, z původních 60 dní je nyní na úrovni 94 dní. Je tedy možné, že se již v příštím období doba obratu pohledávek a doba obratu závazků vyrovná.

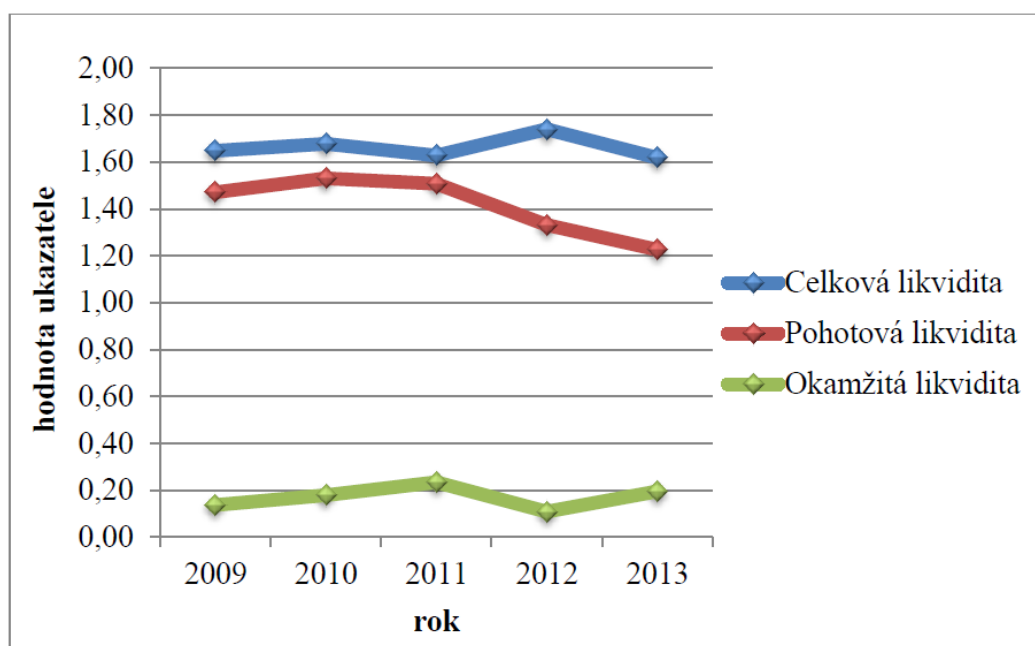
### 3.3.4 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity byly určeny podle vzorců (2.31) – (2.35). Jednotlivé ukazatele likvidity v letech 2009 – 2013 zachycuje Tab. 3.8 a graf 3.13.

Tab. 3.8 - Ukazatele likvidity

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Celková likvidita</b>	1,65	1,68	1,63	1,74	1,62
<b>Pohotová likvidita</b>	1,47	1,53	1,51	1,33	1,23
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,14	0,18	0,23	0,11	0,19
<b>ČPK (tis. Kč)</b>	821 573	1 033 730	1 165 203	1 131 228	1 145 188

Graf 3.13 - Ukazatele likvidity



Celková likvidita, která byla vyčíslena podle vzorce (2.31), by v čase měla být stabilní v rozmezí 1,5 – 2,5. Tento ukazatel likvidity se vyvíjí v souladu s doporučenou hodnotou a trendem. Celková likvidita společnosti HOCHTIEF CZ je v čase stabilní a její výše se pohybuje okolo 1,6.

Pohotová likvidita, jež byla určena dle vztahu (2.32), by neměla překročit stanovené meze 1,0 a 1,5 a zároveň se doporučuje rostoucí trend. V roce 2010 pohotová likvidita roste,



ale poté nastává pokles. Nicméně hodnoty ukazatele se pohybují ve stanoveném intervalu. V letech 2010 a 2011 je hodnota ukazatele shodná s horní hranicí doporučených hodnot.

Okamžitá likvidita, která byla vypočtena podle vzorce (2.33), by také měla v čase růst v intervalu 0,2 - 0,5. Rostoucí trend je většinou dodržen (mimo rok 2012). Nicméně okamžitá likvidita se pohybuje pod spodní hranicí doporučených hodnot kromě roku 2011.

Dále byla také kvantifikována výše čistého pracovního kapitálu. Pro výpočet je možné využít vzorce (2.34) či (2.35), přičemž oba postupy vedou ke shodnému výsledku. Žádoucí je kladná hodnota, ale ne příliš vysoká. Čistý pracovní kapitál HOCHTIEF CZ postupem času roste a v současnosti činí 1 145 188 tis. Kč. Tato hodnota je dost vysoká. To tedy znamená, že velká část oběžných aktiv je financována dlouhodobými zdroji. Analyzovaná společnost je tedy překapitalizována.

### 3.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

V této podkapitole bude zhodnocena finanční situace a výkonnost stavební společnosti HOCHTIEF CZ za období 2009 – 2013 prostřednictvím zvolených bankrotních a bonitních modelů. Mezi vybrané metody patří Beaverův model, Altmanův model, Kralickuv Quick-test, index bonity a indexy *IN95*, *IN99*, *IN01* a *IN05*. V následujících tabulkách a grafech jsou zachyceny dosažené výsledky.

#### 3.4.1 Beaverův model

Beaverův model hodnotí pravděpodobnost úpadku prostřednictvím pěti ukazatelů, u kterých je zkoumán jejich trend v čase. Vypočítané hodnoty ukazatelů v jednotlivých letech zobrazuje Tab. 3.9.

**Tab. 3.9** - Hodnoty ukazatelů Beaverova modelu

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál/aktiva	0,232	0,225	0,225	0,278	0,261
Přidaná hodnota/aktiva	0,277	0,246	0,223	0,230	0,206
Bankovní úvěry/cizí zdroje	0,184	0,168	0,123	0,122	0,092
Cash flow/cizí zdroje	-0,091	0,035	0,050	-0,144	0,080
Provozní kapitál/aktiva	0,198	0,241	0,266	0,315	0,297

Trend vývoje u vypočítaných ukazatelů v jednotlivých obdobích zachycuje Tab. 3.10.

**Tab. 3.10** – Trend vývoje ukazatelů Beaverova modelu

Ukazatel	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
<b>Vlastní kapitál/aktiva</b>	<b>klesá</b>	stabilní	roste	<b>klesá</b>
<b>Přidaná hodnota/aktiva</b>	<b>klesá</b>	<b>klesá</b>	roste	<b>klesá</b>
<b>Bankovní úvěry/cizí zdroje</b>	klesá	klesá	klesá	klesá
<b>Cash flow/cizí zdroje</b>	roste	roste	<b>klesá</b>	roste
<b>Provozní kapitál/aktiva</b>	roste	roste	roste	<b>klesá</b>

Jak je zřejmé z Tab. 3.10, většina z vypočtených ukazatelů vykazuje vždy alespoň v jednom období příznaky ohrožené firmy. Mezi roky 2009 a 2010 je trend ohrožených podniků zaznamenán u dvou ukazatelů, a to u podílu vlastního kapitálu a aktiv a podílu přidané hodnoty a aktiv. V dalších dvou letech byl problematický vždy pouze jeden ukazatel. Mezi roky 2010 a 2011 to byl podíl přidané hodnoty na aktivech a v dalším období podíl cash flow na cizích zdrojích podniku. Nejhorší situace byla v posledním analyzovaném období, kdy symptomy ohrožené firmy byly zjištěny u tří ukazatelů. Nevhodný trend byl zaznamenán opět u podílu vlastního kapitálu na aktivech a podílu přidané hodnoty na aktivech a nově také u podílu provozního kapitálu na aktivech. Je tedy patrné, že pouze ukazatel podílu bankovních úvěrů na cizích zdrojích má ve všech sledovaných letech žádoucí trend.

Tento model však nemá dostatečnou vypovídací schopnost, neboť nehodnotí výši jednotlivých ukazatelů, ale pouze trend jejich vývoje. Proto je větší váha kladena na ostatní modely hodnocení finanční úrovně, jež byly kvantifikovány.

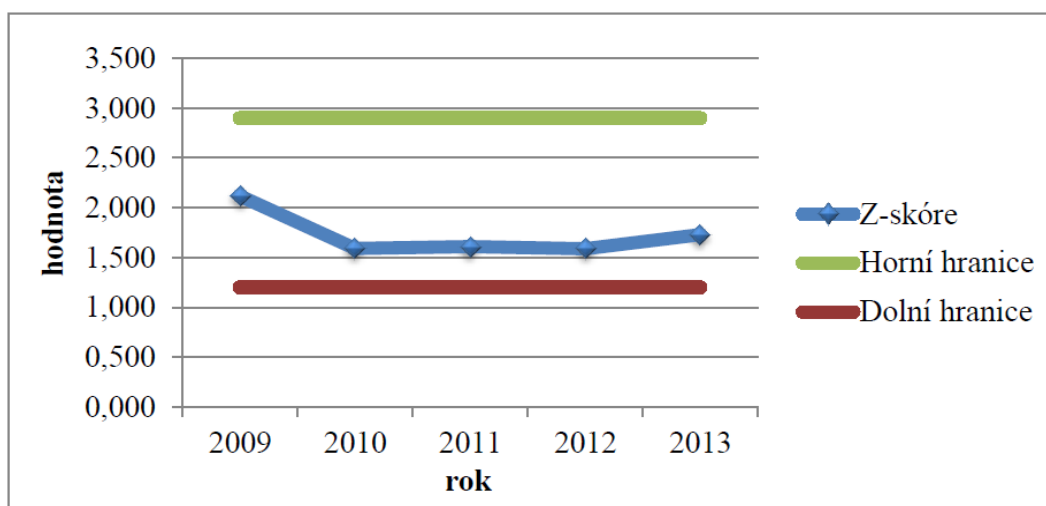
### 3.4.2 Altmanův model

Dalším bankrotním modelem je Z-skóre E. Altmana. Vzhledem k tomu, že akcie firmy HOCHTIEF CZ nejsou veřejně obchodovatelné, bylo pro výpočet Z-skóre využito druhé verze modelu, jež byla publikována v roce 1983. Tato verze je založena na pěti ukazatelích, kterým jsou přiřazeny různé váhy. Výsledky zachycuje Tab. 3.11 a graf 3.14.

**Tab. 3.11** - Hodnoty ukazatelů Altmanova modelu a výsledné Z-skóre

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Pracovní kapitál/aktiva</b>	0,717	0,198	0,241	0,266	0,315	0,297
<b>Zadržený zisk/aktiva</b>	0,847	0,001	0,001	0,006	0,007	0,006
<b>EBIT/cizí zdroje</b>	3,107	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
<b>Vlastní kapitál/dluhy</b>	0,420	0,304	0,292	0,291	0,386	0,353
<b>Tržby/aktiva</b>	0,988	1,730	1,179	1,161	1,035	1,221
<b>Z-skóre</b>	-	<b>2,014</b>	<b>1,491</b>	<b>1,510</b>	<b>1,463</b>	<b>1,611</b>

**Graf 3.14** - Vývoj Z-skóre



Z grafu 3.14 je patrné, že Z-skóre společnosti HOCHTIEF CZ se ve všech sledovaných letech pohybovalo v pásmu šedé zóny. Výsledné hodnoty se přibližují spíše spodní hranici šedé zóny, což může znamenat, že podnik má určité potíže. Je třeba však podotknout, že mnoho českých odborných publikací je vůči modelu skeptických. Důvodem pochybností je výběr ukazatelů a odlišné tržní podmínky. Je tedy potřeba brát v potaz to, že model vznikl v USA v 80. letech minulého století. Váhy nejsou přenosné v prostoru ani v čase, tudíž pochybnosti jsou na místě.

Na počátku analyzovaného období bylo Z-skóre podniku ve výši 2,014. Poté však došlo k výraznému propadu na 1,491, a to zásluhou tržeb. Tato položka ovlivnila ukazatele aktivity (tj. podílu tržeb a aktiv), který z 1,730 poklesl na 1,179. V dalších dvou letech se Z-skóre pohybovalo okolo hodnoty 1,5. V současnosti je Z-skóre na úrovni 1,611.

### 3.4.3 Kralickuv Quick-test

Dále je finanční úroveň společnosti HOCHTIEF CZ hodnocena bonitním modelem P. Kralicka. Tento test vychází ze čtyř ukazatelů, pomocí kterých se hodnotí finanční stabilita, výnosová situace a následně celková finanční situace podniku. Ukazatelům však nejsou přiřazeny váhy, nýbrž jsou obodovány podle dosažených hodnot. Dosažené výsledky, jež byly vypočítány dle vzorců (2.36) – (2.39), zobrazuje Tab. 3.12.

**Tab. 3.12** - Hodnoty ukazatelů Kralickova Quick-testu

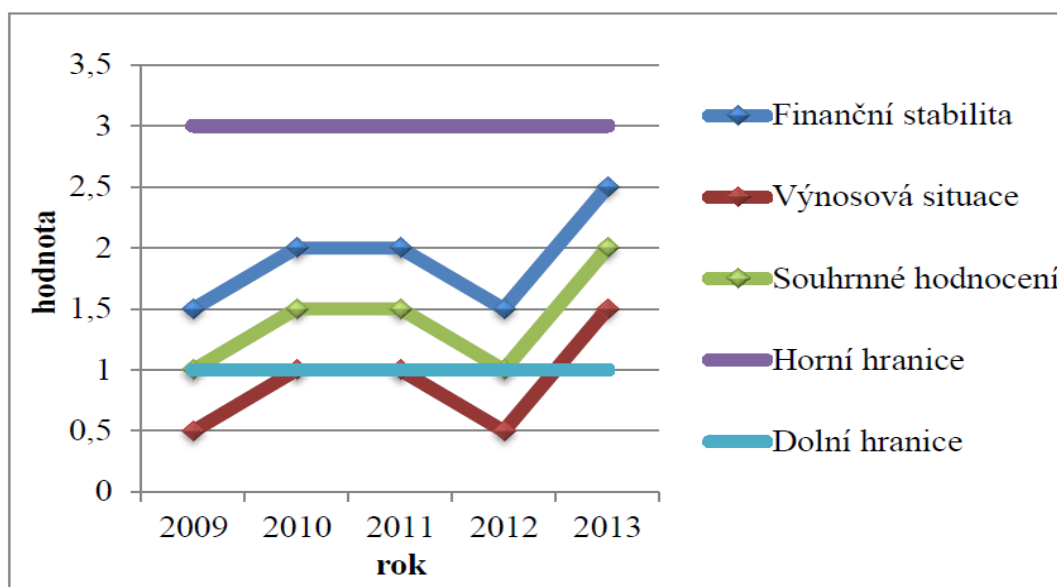
Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Kvóta vlastního kapitálu	0,232	0,225	0,225	0,278	0,261
Doba splácení dluhu z CF	134,344	21,160	13,987	137,637	6,051
Rentabilita aktiv	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
Rentabilita tržeb	0,003	0,026	0,039	0,004	0,081

Na základě získaných hodnot byly jednotlivým ukazatelům přiřazeny body. Následně podle vzorců (2.40), (2.41) a (2.42) byla dopočtena finanční stabilita, výnosová situace a souhrnné hodnocení. Bodové hodnocení všech ukazatelů, finanční stability, výnosové situace i souhrnného hodnocení je zachyceno v Tab. 3.13 a také na grafu 3.15.

**Tab. 3.13** – Bodové hodnocení Kralickova Quick-testu

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
Kvóta vlastního kapitálu	3 b	3 b	3 b	3 b	3 b
Doba splácení dluhu z CF	0 b	1 b	1 b	0 b	2 b
Rentabilita aktiv	1 b	1 b	1 b	1 b	1 b
Rentabilita tržeb	0 b	1 b	1 b	0 b	2 b
Finanční stabilita	1,5 b	2 b	2 b	1,5 b	2,5 b
Výnosová situace	0,5 b	1 b	1 b	0,5 b	1,5 b
Souhrnné hodnocení	1 b	1,5 b	1,5 b	1 b	2 b

**Graf 3.15 - Bodové hodnocení Kralickova Quick-testu**



Z hlediska finanční stability je společnost hodnocena dobře, neboť se ve všech letech udržela nad dolní hranicí šedé zóny. Nicméně finanční stabilita různě v čase kolísala. Z původních 1,5 bodu se v roce 2010 finanční stabilita zvýšila na 2 body, přičemž u této hodnoty firma setrvala i v následujícím období. V roce 2012 se finanční stabilita znovu propadla na 1,5 bodu. V posledním roce došlo k výraznému růstu finanční stability, a to na 2,5 bodu. Za tímto vývojem stojí doba splácení dluhu z cash flow, jejíž bodové hodnocení v čase kolísalo zásluhou provozního cash flow a peněžních prostředků.

Výnosová situace firmy HOCHTIEF CZ tak příznivá nebyla. V letech 2010 a 2011 se výnosová situace pohybovala na spodní hranici šedé zóny, v roce 2009 a 2012 se dokonce propadla pod ni. Pouze poslední sledovaný rok byl příznivější, výnosová situace firmy se zvýšila na 1,5 bodu. Tento vývoj způsobila rentabilita tržeb měřená cash flow, která byla ovlivněna provozním cash flow stejně jako doba splácení dluhu z cash flow.

Souhrnné hodnocení odráží finanční stabilitu i výnosovou situaci podniku. Jak je patrné z grafu 3.15, firma se v průběhu celého období nachází v šedé zóně. V letech 2009 a 2012 je souhrnné hodnocení přímo na hranici šedé zóny, nicméně v roce 2013 se zvýšilo na 2 body. Do budoucna by se tedy společnost měla snažit zlepšit svou výnosovou situaci, která souhrnné hodnocení táhne dolů.

### 3.4.4 Index bonity

Dalším bonitním modelem je index bonity, který pracuje se šesti ukazateli. Hodnota indexu je určena dle vztahu (2.43). Výsledky jsou shrnuty v Tab. 3.14.

**Tab. 3.14** - Hodnoty ukazatelů indexu bonity a výsledný index

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
Cash flow/cizí zdroje	1,50	-0,091	0,035	0,050	-0,144	0,080
Aktiva/cizí zdroje	0,08	1,311	1,293	1,292	1,388	1,354
Zisk před zdaněním/aktiva	10,00	0,005	0,004	0,011	0,011	0,010
Zisk před zdaněním/výkony	5,00	0,003	0,004	0,010	0,010	0,008
Zásoby/výkony	0,30	0,063	0,068	0,059	0,188	0,182
Výkony/aktiva	0,10	1,479	1,171	1,154	1,147	1,248
$B_i$	-	<b>0,196</b>	<b>0,355</b>	<b>0,470</b>	<b>0,230</b>	<b>0,553</b>

Index bonity až do roku 2011 roste, poté však klesá přibližně o polovinu. V posledním roce je opět zaznamenán růst. Tento vývoj lze přisoudit prvnímu ukazateli, který byl ovlivněn především vývojem cash flow. Ve všech sledovaných letech se však index bonity pohybuje mezi 0 a 1, což značí, že se podnik potýká s určitými problémy.

### 3.4.5 Indexy $IN$

Indexy důvěryhodnosti byly kvantifikovány dle vztahu (2.44), což je obecný vzorec pro výpočet indexu  $IN$ . Tyto indexy byly vytvořeny pro hodnocení podniků přímo v podmínkách České republiky, a proto je jim přikládána největší váha.

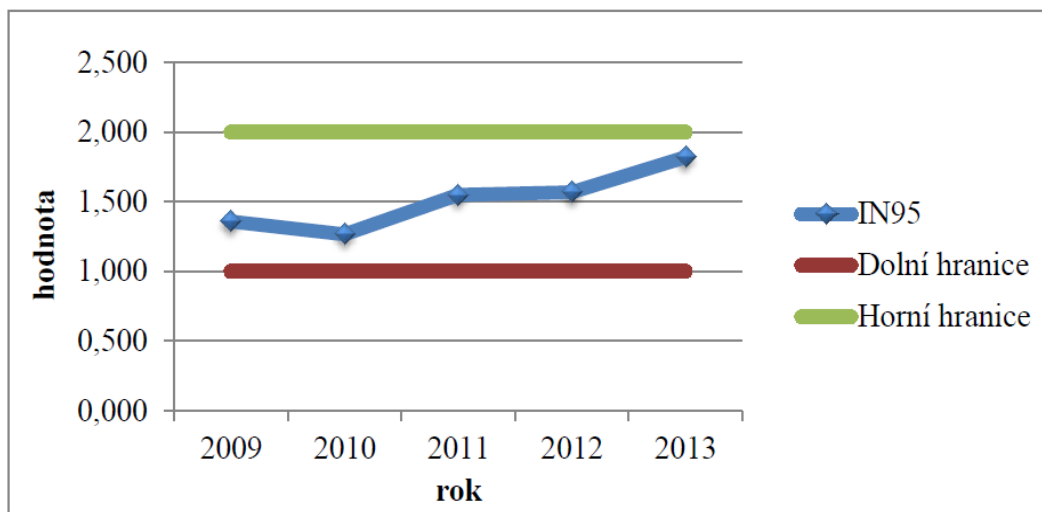
#### Index $IN95$

První verze indexu, která byla vytvořena, patří mezi bankrotní modely. Jak bylo již naznačeno ve druhé kapitole, váhy jsou jednotlivým ukazatelům přiřazeny dle odvětví (mimo úrokové krytí a běžnou likviditu). Odvětvové váhy pro index  $IN95$  uvádí ve své publikaci Neumaierová a Neumaier (2002). Firmě HOCHTIEF CZ tedy byly přiřazeny váhy pro obor stavebnictví. V Tab. 3.15 jsou zachyceny výsledné hodnoty dílčích ukazatelů, včetně konečného indexu. Vývoj  $IN95$  je také zobrazen na grafu 3.16.

**Tab. 3.15** - Hodnoty ukazatelů indexu *IN95* a výsledný index

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva/cizí zdroje	0,34	1,311	1,293	1,292	1,388	1,354
EBIT/úroky	0,11	1,707	1,834	4,339	4,091	6,333
EBIT/aktiva	5,74	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
Výnosy/aktiva	0,35	1,517	1,243	1,173	1,172	1,281
Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé úvěry)	0,10	1,299	1,352	1,393	1,492	1,449
Závazky po splatnosti/výnosy	16,54	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>IN95</i>	-	<b>1,358</b>	<b>1,266</b>	<b>1,549</b>	<b>1,568</b>	<b>1,821</b>

**Graf 3.16** - Vývoj indexu *IN95*



Z grafu 3.16 je patrné, že hodnota indexu se ve všech letech pohybovala v šedé zóně. Trend indexu však nebyl jednotný. Mezi roky 2009 a 2010 byl zaznamenán pokles indexu, poté již následoval růst. V současnosti se hodnota indexu *IN95* přiblížila horní hranici šedé zóny a činí 1,821. Hodnota tohoto indexu byla ovlivněna především ukazatelem úrokového krytí, který se v průběhu let podstatně zvýšil. Index naopak vůbec neovlivnil ukazatel doby obratu závazků po lhůtě splatnosti, jehož výše je ve všech letech nulová. Jak vyplynulo z výročních zpráv firmy, společnost nemá žádné závazky po lhůtě splatnosti.

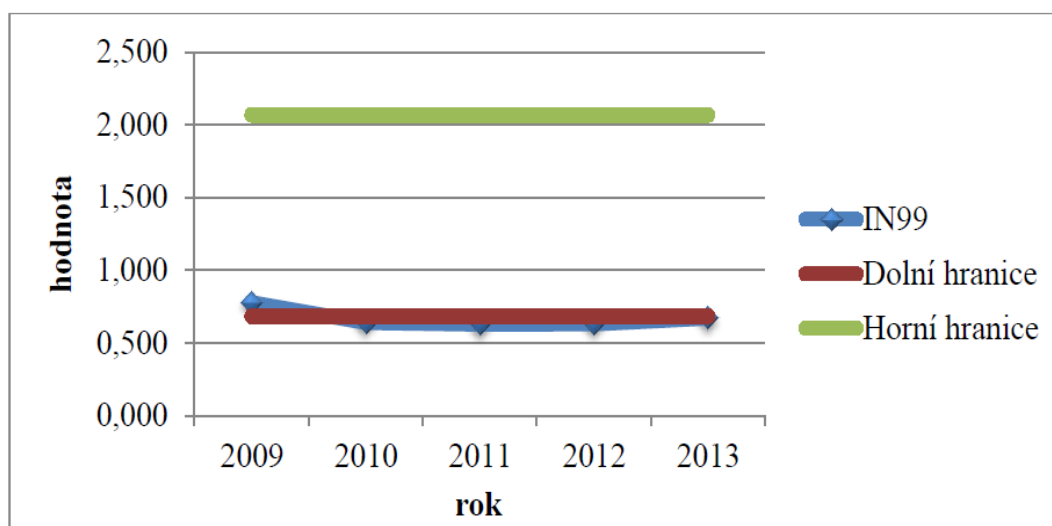
### *IN99*

Autoři index důvěryhodnosti modifikovali a byl vytvořen bonitní index *IN99*. Níže uvedená Tab. 3.16 obsahuje dosažené výsledky. Vývoj indexu v čase zachycuje graf 3.17.

**Tab. 3.16** - Hodnoty ukazatelů indexu *IN99* a výsledný index

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva/cizí zdroje	-0,017	1,311	1,293	1,292	1,388	1,354
EBIT/aktiva	4,573	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
Výnosy/aktiva	0,481	1,517	1,243	1,173	1,172	1,281
Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé úvěry)	0,015	1,299	1,352	1,393	1,492	1,449
<b><i>IN99</i></b>	-	<b>0,778</b>	<b>0,639</b>	<b>0,629</b>	<b>0,632</b>	<b>0,671</b>

**Graf 3.17** - Vývoj indexu *IN99*



Hodnota indexu *IN99* je většinou pod spodní hranicí intervalu šedé zóny (mimo rok 2009). To značí, že firma v těchto letech nedosahuje ekonomického zisku. Index byl nejvyšší v roce 2009, kdy jeho hodnota činila 0,778. Poté index až do roku 2011 klesal. V posledních dvou letech došlo k mírnému růstu, přesto index spodní hranici intervalu šedé zóny nepřesáhl. Na tento index měl největší vliv ukazatel obratu aktiv.

### ***IN01***

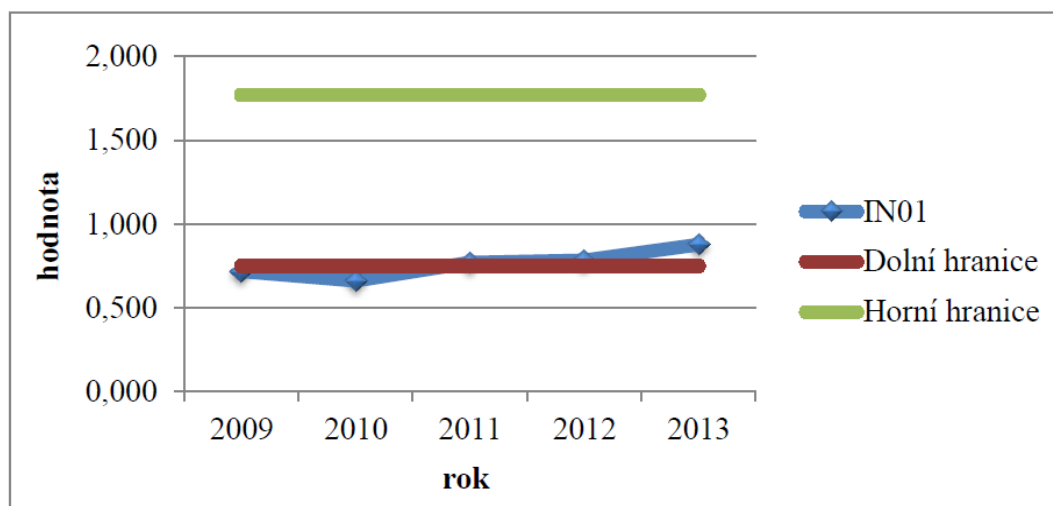
Spojením obou předcházejících indexů vznikl bonitně-bankrotní index *IN01*. Výsledné hodnoty dílčích ukazatelů i konečného indexu obsahuje Tab. 3.17. Na grafu 3.18 je zachycen index *IN01* v průběhu sledovaného období.



**Tab. 3.17** - Hodnoty ukazatelů indexu *IN01* a výsledný index

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva/cizí zdroje	0,13	1,311	1,293	1,292	1,388	1,354
EBIT/úroky	0,04	1,707	1,834	4,339	4,091	6,333
EBIT/aktiva	3,92	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
Výnosy/aktiva	0,21	1,517	1,243	1,173	1,172	1,281
Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé úvěry)	0,09	1,299	1,352	1,393	1,492	1,449
<b>IN01</b>	-	<b>0,718</b>	<b>0,661</b>	<b>0,770</b>	<b>0,784</b>	<b>0,877</b>

**Graf 3.18** - Vývoj indexu *IN01*



Tento index v analyzovaném období většinou roste (mimo rok 2010), jak je zřejmé z grafu 3.18. Hodnota indexu se již pohybuje v šedé zóně, ale v letech 2009 a 2010 byl index pod dolní hranicí intervalu šedé zóny. Nejvíce byl index ovlivněn ukazatelem úrokového krytí, nicméně tomuto ukazateli byla přiřazena nejmenší váha.

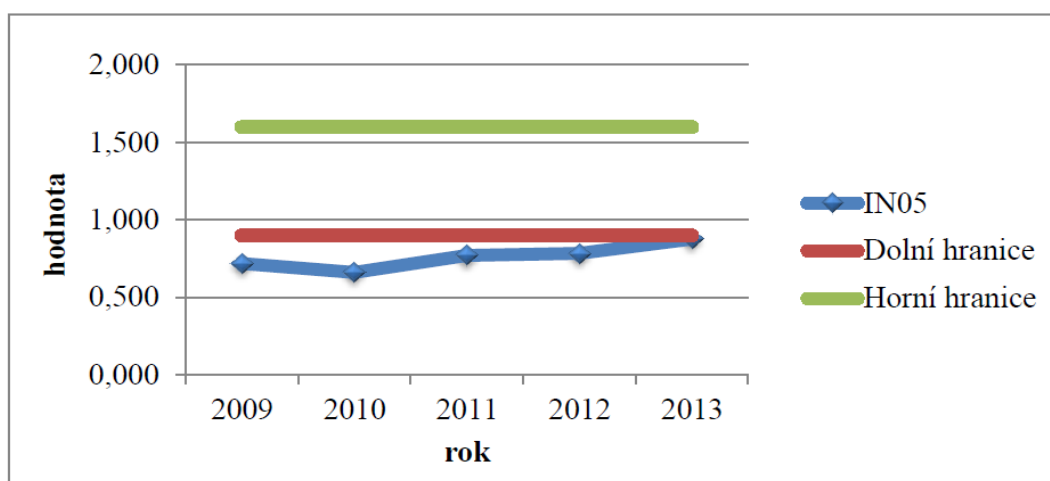
### **IN05**

Aktualizací indexu *IN01* vznikl další bonitně-bankrotní index *IN05*. Hodnoty dílčích ukazatelů i výsledného indexu zachycuje Tab. 3.18. Vývoj tohoto indexu v čase je zobrazen v grafu 3.19.

**Tab. 3.18** - Hodnoty ukazatelů indexu *IN05* a výsledný index

Ukazatel	Váhy	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiva/cizí zdroje	0,13	1,311	1,293	1,292	1,388	1,354
<i>EBIT</i> /úroky	0,04	1,707	1,834	4,339	4,091	6,333
<i>EBIT</i> /aktiva	3,97	0,011	0,009	0,014	0,015	0,012
Výnosy/aktiva	0,21	1,517	1,243	1,173	1,172	1,281
Oběžná aktiva/(krátkodobé závazky + krátkodobé úvěry)	0,09	1,299	1,352	1,393	1,492	1,449
<i>IN05</i>	-	<b>0,718</b>	<b>0,662</b>	<b>0,771</b>	<b>0,785</b>	<b>0,878</b>

**Graf 3.19** - Vývoj indexu *IN05*



Index *IN05* dosahuje téměř totožných hodnot jako předchozí index. Aktualizace modelu spočívala v posunutí hranic pro zařazení firem. To tedy znamená, že analyzovaná stavební společnost HOCHTIEF CZ se dostala pod spodní hranici šedé zóny ve všech obdobích. Firma tedy ze 76 % netvoří hodnotu a s 97 % pravděpodobností spěje k bankrotu, jak uvádí autoři modelu.

## 4 Výkonnost podniku vyjádřená dle ukazatele ekonomické přidané hodnoty

Tato kapitola je věnována ekonomické přidané hodnotě. Nicméně před samotnou kvantifikací tohoto ukazatele jsou nejprve vyčísleny náklady kapitálu pomocí stavebnicového modelu, jež je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky. Následně je tedy stanovena výše ekonomické přidané hodnoty stavební společnosti HOCHTIEF CZ za sledované období 2009 – 2010. V závěru kapitoly je popsán pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty funkcionální metodou.

### 4.1 Náklady kapitálu

Aby bylo možné určit výši ekonomické přidané hodnoty na bázi zúženého hodnotového rozpětí, je nutné nejdříve kvantifikovat náklady vlastního kapitálu. Ty byly určeny dle vzorce (2.55). Jedná se o výše zmíněný stavebnicový model Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky, který byl specifikován na webových stránkách ministerstva<sup>4</sup>.

#### Bezriziková sazba ( $R_F$ )

Jak již bylo uvedeno, bezriziková sazba představuje výnos desetiletých státních dluhopisů. Následující Tab. 4.1 zobrazuje hodnoty bezrizikové sazby v jednotlivých letech, které uvádí Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky.

Tab. 4.1 - Bezriziková sazba

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
$R_F$	4,67 %	3,71 %	3,79 %	2,31 %	2,26 %

Zdroj: www.mpo.cz

#### Riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ )

Výše rizikové přírážky za velikost podniku se odvozuje od velikosti úplatných zdrojů společnosti, což je součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací.

Úplatné zdroje byly v analyzovaném období vždy vyšší než 100 mil. Kč a zároveň nižší než 3 mld. Kč. Riziková přírážka za velikost podniku byla tedy určena dle vzorce (2.60). Velikost této rizikové přírážky v jednotlivých letech zachycuje Tab. 4.2.

<sup>4</sup> v dokumentu „Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost za rok 2013“

**Tab. 4.2 – Riziková přírážka za velikost podniku**

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
$\dot{U}Z$ (v tis. Kč)	1 541 796	1 522 067	1 404 836	1 315 175	1 264 545
$R_{LA}$	1,264 %	1,299 %	1,513 %	1,688 %	1,791 %

**Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko ( $R_{podnikatelské}$ )**

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko se stanoví na základě porovnání rentability aktiv vypočítané dle vzorce (2.23) a ukazatele  $X1$ . Tento ukazatel vyjadřuje nahrazování úplatných cizích zdrojů kapitálem vlastním a je určen vztahem (2.57), přičemž úroková míra je dána jako podíl nákladových úroků a krátkodobých bankovních úvěrů.

V letech 2009, 2010 a 2012 se rentabilita aktiv pohybovala v intervalu 0 -  $X1$ , tudíž je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko kvantifikována dle vzorce (2.58). Rentabilita aktiv převýšila ukazatel  $X1$  v roce 2011 a 2013. V těchto letech je tedy riziková přírážka rovna minimální hodnotě  $R_{podnikatelské}$  v odvětví. Tyto minimální hodnoty byly získány z finančních analýz podnikové sféry MPO za příslušné období. Výsledné hodnoty této přírážky shrnuje Tab. 4.3.

**Tab. 4.3 – Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko**

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
$EBIT/A$	1,104 %	0,942 %	1,442 %	1,517 %	1,230 %
$UZ/A$	37,216 %	35,544 %	32,067 %	36,595 %	32,815 %
$\dot{U}roky/KB\dot{U}$	4,608 %	3,949 %	3,482 %	4,235 %	2,873 %
$X1$	1,715 %	1,404 %	1,117 %	1,550 %	0,943 %
$R_{podnikatelské}$	1,269 %	1,085 %	2,360 %	0,004 %	3,020 %

**Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{finstab}$ )**

Výše rizikové přírážky za finanční stabilitu se určí podle vztahu mezi ukazatelem celkové likvidity  $L3$  a mezními hodnotami likvidity  $XL1$  a  $XL2$ . Jak již bylo zmíněno, ukazatel celkové likvidity dává do poměru oběžná aktiva a krátkodobé závazky (včetně krátkodobých bankovních úvěrů a výpomocí). Mezní hodnoty likvidity byly zjištěny pomocí

benchmarkingového diagnostického systému finančních indikátorů INFA s klasifikací CZ-NACE, který je dostupný na webových stránkách ministerstva.

Ve všech sledovaných letech se ukazatel celkové likvidity pohyboval mezi mezními hodnotami likvidity. Proto byla riziková přírážka za finanční stabilitu stanovena pomocí vzorce (2.59). Rizikovou přírážku za finanční stabilitu v jednotlivých letech obsahuje následující Tab. 4.4.

**Tab. 4.4** – Riziková přírážka za finanční stabilitu

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
<i>XL1</i>	0,390	0,400	0,200	0,090	0,250
<i>XL2</i>	1,470	1,500	1,570	1,620	1,510
<i>L3</i>	1,299	1,352	1,393	1,492	1,449
<i>R<sub>finstab</sub></i>	0,249 %	0,180 %	0,166 %	0,070 %	0,024 %

#### Náklady vlastního kapitálu ( $R_E$ )

Ze vzorce (2.61) je zřejmé, že je nutné nejprve kvantifikovat náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy  $WACC_U$  a náklady vlastního kapitálu  $R_E$ , má-li být určena riziková přírážka za finanční strukturu. Náklady celkového kapitálu nezádluženého podniku  $WACC_U$  jsou vyčísleny podle vztahu (2.53). Dále bylo nezbytné určit celkové náklady zadlužené firmy  $WACC_L$ , které byly kvantifikovány pomocí vzorce (2.54). Následně byly dopočítány náklady vlastního kapitálu podle vzorce (2.55) a jsou zachyceny v Tab. 4.5.

**Tab. 4.5** – Náklady vlastního kapitálu

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
$R_F$	4,67 %	3,710 %	3,790 %	2,310 %	2,260 %
$R_{LA}$	1,264 %	1,299 %	1,513 %	1,688 %	1,791 %
$R_{podnikatelské}$	1,269 %	1,085 %	2,360 %	0,004 %	3,020 %
<i>R<sub>finstab</sub></i>	0,249 %	0,180 %	0,166 %	0,070 %	0,024 %
$WACC_U$	7,453 %	6,273 %	7,829 %	4,072 %	7,094 %
$WACC_L$	7,244 %	6,118 %	7,687 %	4,004 %	7,003 %
$R_E$	<b>11,601 %</b>	<b>9,111 %</b>	<b>10,302 %</b>	<b>4,547 %</b>	<b>8,538 %</b>

Je patrné, že náklady vlastního kapitálu neměly stabilní trend. Nejvyšší byly v roce 2009, kdy jejich výše činila 11,601 %. Naopak nejnižší hodnoty náklady vlastního kapitálu dosáhly v roce 2012, kdy činily pouhých 4,547 %. To lze přisoudit velmi nízké hodnotě rizikové přírážky za velikost podniku, která byla v uvedeném roce téměř nulová.

#### Riziková přírážka za finanční strukturu ( $R_{finstr}$ )

Hodnota rizikové přírážky za finanční strukturu byla stanovena jako rozdíl nákladů vlastního kapitálu  $R_E$  a nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$ . Výši této přírážky zobrazuje Tab. 4.6.

**Tab. 4.6** – Riziková přírážka za finanční strukturu

Rok	2009	2010	2011	2012	2013
$R_E$	11,601 %	9,111 %	10,302 %	4,547 %	8,538 %
$WACC_U$	7,453 %	6,273 %	7,829 %	4,072 %	7,094 %
$R_{finstr}$	4,148 %	2,838 %	2,473 %	0,475 %	1,444 %

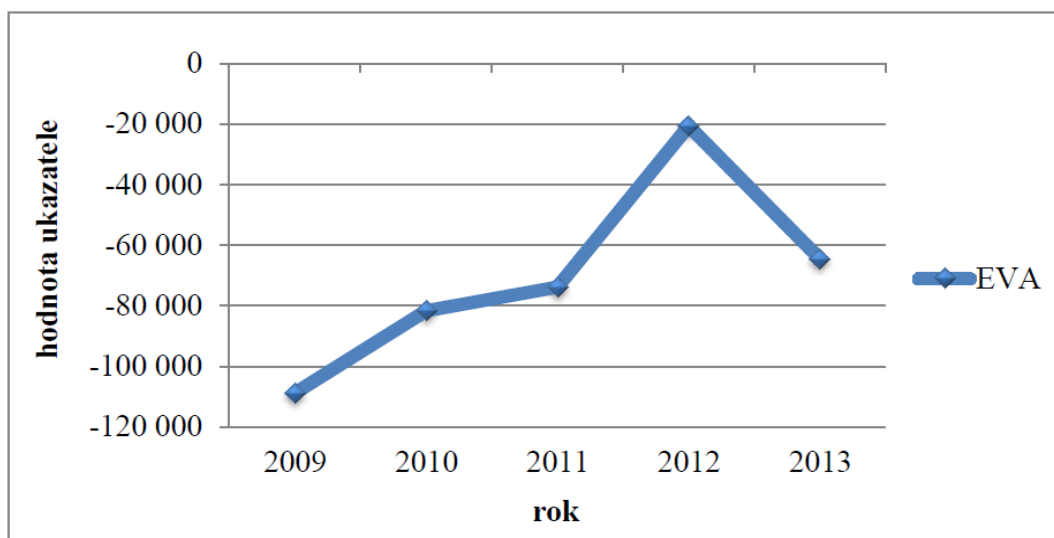
## 4.2 Ekonomická přidaná hodnota

Nyní je možné přistoupit k výpočtu samotné ekonomické přidané hodnoty. Ta byla kvantifikována na bázi zúženého hodnotového rozpětí podle vzorce (2.47). Ekonomická přidaná hodnota, která je určena tímto způsobem, se také označuje jako *EVA-Equity*. Výsledné hodnoty zachycuje Tab. 4.7. Vývoj ekonomické přidané hodnoty v čase je také zobrazen na grafu 4.1.

**Tab. 4.7** – Ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel	2009	2010	2011	2012	2013
$ROE$	0,258 %	0,650 %	2,818 %	2,490 %	2,113 %
$R_E$	11,601 %	9,111 %	10,302 %	4,547 %	8,538 %
$ROE - R_E$	-11,342 %	-8,462 %	-7,484 %	-2,057 %	-6,425 %
$E$ (v tis. Kč)	960 280	965 459	986 786	1 000 466	1 004 100
$EVA$ (v tis. Kč)	-108 918	-81 693	-73 851	-20 578	-64 516

**Graf 4.1** - Vývoj ekonomické přidané hodnoty (v tis. Kč)

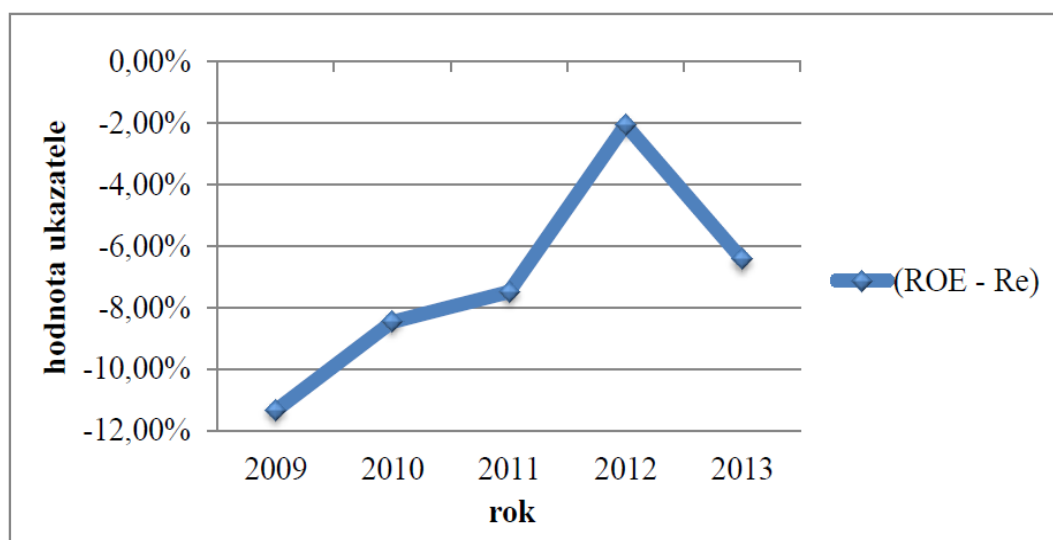


Ekonomická přidaná hodnota ve všech sledovaných letech dosahovala záporných hodnot, což značí úbytek hodnoty pro akcionáře. Pozitivní však je, že ekonomická přidaná hodnota v čase většinou roste (mimo poslední sledovaný rok). Největší ekonomická ztráta je tedy v roce 2009, kdy ztráta přesahuje 100 000 tis. Kč. Naopak nejmenší ekonomické ztráty bylo dosaženo v roce 2012, kdy ztráta činila 20 578 tis. Kč.

Ekonomickou ztrátu zapříčinila především velmi nízká rentabilita vlastního kapitálu, kterou způsobil čistý zisk. Ten byl v letech 2009 a 2010 na velmi nízké úrovni, neboť odvětví stavebnictví procházelo hlubokou krizí propuknuvší v roce 2009. Největší zisk byl v roce 2011, ale ekonomická přidaná hodnota dosáhla vrcholu až o rok později. To bylo způsobeno náklady kapitálu, které byly nejmenší právě v roce 2012.

Při analýze ekonomické přidané hodnoty je také důležité sledovat, jak se vyvíjí rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady na vlastní kapitál. Pro vlastníky je žádoucí, aby tento rozdíl (tzv. spread) byl minimálně kladný. To u společnosti HOCHTIEF CZ není dodrženo, jak dokládá graf 4.2. Alternativní investice by tedy vlastníkovu firmy vynesla více, než kolik mu přinášejí investice do společnosti.

**Graf 4.2 - Vývoj spreadu (v %)**



### 4.3 Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota stanovena na bázi zúženého hodnotového rozpětí byla dekomponována pomocí funkcionální metody do sedmi úrovní, a to s cílem identifikovat vliv dílčích ukazatelů na vývoj ekonomické přidané hodnoty v analyzovaných letech. Schémata pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* v jednotlivých letech jsou součástí příloh.

První úroveň rozkladu, kdy je ukazatel rozložen na součin vlastního kapitálu a spreadu, je zachycena v Tab. 4.8. Zde je zobrazen absolutní vliv jednotlivých dílčích ukazatelů v jednotlivých letech, a to včetně pořadí.

**Tab. 4.8 - Vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel pro první úroveň rozkladu (v tis. Kč)**

Ukazatel	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	vliv	pořadí	vliv	pořadí	vliv	pořadí	vliv	pořadí
<i>EVA</i>	27 224,65	-	7 842,79	-	53 272,90	-	-43 938,27	-
<i>(ROE – R<sub>E</sub>)</i>	27 737,48	1.	9 543,15	1.	53 925,49	1.	-43 784,15	2.
<i>E</i>	-512,82	2.	-1 700,36	2.	-652,59	2.	-154,12	1.

Výše uvedená Tab. 4.8 dokládá, že na vrcholový ukazatel působil více spread. Také je zřejmé, že ekonomická přidaná hodnota meziročně rostla až do roku 2012. Nicméně hodnota ekonomické přidané hodnoty byla však ve všech letech záporná, jak již bylo zmíněno výše v textu.



**Tab. 4.9 - Vlivy dílčích ukazatelů na ukazatel vrcholový pro další úrovně rozkladu (v tis. Kč)**

Ukazatel	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	vliv	pořadí	vliv	pořadí	vliv	pořadí	vliv	pořadí
<b>EVA</b>	<b>27 224,65</b>	-	<b>7 842,79</b>	-	<b>53 272,90</b>	-	<b>-43 938,27</b>	-
<b>ZK</b>	0,00	15.	0,00	16.	0,00	14.	0,00	17.
<b>Kap. fondy</b>	0,00	16.	0,00	17.	0,00	15.	0,00	18.
<b>RF</b>	145,06	9.	102,37	13.	68,12	13.	88,93	15.
<b>VHML</b>	-282,50	23.	-85,71	20.	-858,67	23.	-399,89	19.
<b>VHBO</b>	-375,38	25.	-1 717,02	26.	137,96	11.	156,83	13.
<b>R<sub>F</sub></b>	9 243,55	3.	-780,90	24.	14 705,66	5.	501,14	8.
<b>R<sub>LA</sub></b>	-331,61	24.	-2 090,73	27.	-1 737,29	25.	-1 031,89	22.
<b>R<sub>podnikatelské</sub></b>	1 778,62	5.	-12 450,44	28.	23 405,81	2.	-30 224,80	28.
<b>R<sub>finstab</sub></b>	666,69	6.	135,13	10.	958,72	9.	462,00	9.
<b>R<sub>finstru</sub></b>	12 612,73	2.	3 563,83	6.	19 847,68	4.	-9 708,96	26.
<b>EAT/EBT</b>	3 949,54	4.	7 271,16	5.	1 463,24	8.	-2 983,05	25.
<b>EBT/EBIT</b>	414,00	7.	7 426,43	4.	-483,68	20.	2 511,50	5.
<b>N<sub>finanční/V</sub></b>	-6 494,54	27.	13 399,95	3.	-17 438,02	28.	17 562,03	2.
<b>N<sub>zboží,výrobky/V</sub></b>	29 681,76	1.	-73 402,59	29.	21 780,41	3.	-67 742,38	29.
<b>N<sub>osobní/V</sub></b>	-9 236,21	28.	33 676,35	1.	-72 132,60	29.	62 293,98	1.
<b>N<sub>daně,poplatky/V</sub></b>	91,07	10.	-299,52	21.	284,66	10.	885,35	7.
<b>N<sub>odpisy/V</sub></b>	-80,05	20.	2 648,81	7.	-1 093,55	24.	8 441,40	3.
<b>N<sub>jiné provozní/V</sub></b>	-13 778,79	29.	31 325,39	2.	69 988,88	1.	-28 354,77	27.
<b>DNM/V</b>	55,05	11.	-8,45	18.	-61,22	17.	187,30	11.
<b>DHM/V</b>	10,49	14.	120,86	11.	-12,36	16.	262,23	10.
<b>DFM/V</b>	49,93	12.	42,36	14.	129,85	12.	24,41	16.
<b>Zásoby/V</b>	-18,96	19.	106,25	12.	-3 884,15	26.	185,05	12.
<b>Pohledávky/V</b>	-800,15	26.	-480,22	22.	1 989,97	6.	2 371,35	6.
<b>KFM/V</b>	-188,80	22.	-662,40	23.	1 980,86	7.	-1 107,00	23.
<b>Ostatní A/V</b>	-10,35	17.	-13,17	19.	-178,17	18.	150,85	14.
<b>1 - (Rezervy/A)</b>	40,33	13.	2,87	15.	-506,56	21.	-589,14	20.
<b>1 - (Záv.<sub>DL</sub>/A)</b>	-15,35	18.	253,79	9.	-180,44	19.	-656,09	21.
<b>1 - (Záv.<sub>KR</sub>/A)</b>	223,08	8.	626,55	8.	-4 079,63	27.	4 481,15	4.
<b>1 - (KBÚ/A)</b>	-124,55	21.	-868,17	25.	-822,58	22.	-1 705,81	24.

Výše uvedená Tab. 4.9 zachycuje vlivy ostatních dílčích ukazatelů na ekonomickou přidanou hodnotu, přičemž změna vrcholového ukazatele je součet pozitivních a negativních vlivů dílčích ukazatelů. Tyto vlivy byly seřazeny od největší kladné hodnoty po největší zápornou hodnotu. Pět ukazatelů, které měly na změnu ekonomické přidané hodnoty v analyzovaných obdobích největší pozitivní vliv, je v Tab. 4.9 označeno tmavě fialovou barvou. Pět ukazatelů s největším negativním vlivem, je pak označeno tmavě modrou barvou.

V roce 2010 se ekonomická přidaná hodnota zvýšila o 27 224,65 tis. Kč oproti předchozímu období. Vrcholový ukazatel byl nejvíce ovlivněn podílem nákladů na zboží a výrobky na výnosech firmy. Ukazatel měl vliv ve výši 29 681,76 tis. Kč, a to zásluhou výrazného snížení nákladů na zboží a výrobky v tomto období. Dále na ekonomickou přidanou hodnotu zapůsobila riziková přírážka za finanční strukturu. Její vliv dosahoval 12 612,73 tis. Kč. Třetí v pořadí je bezriziková sazba s vlivem 9 243,55 tis. Kč. Dále výrazně zapůsobila daňová redukce zisku s vlivem 3 949,54 tis. Kč a riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko s absolutní odchylkou 1 778,62 tis. Kč.

Nejsilnější negativní dopad v letech 2009 – 2010 byl zaznamenán u podílu jiných provozních nákladů na výnosech. Podíl jiných provozních nákladů (tj. součet zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, změny stavu rezerv, opravných položek a komplexních nákladů a ostatních provozních nákladů) na výnosech firmy se meziročně zvýšil v důsledku růstu ostatních provozních nákladů. To způsobilo negativní vliv tohoto dílčího ukazatele ve výši -13 778,79 tis. Kč. Také podíl osobních nákladů na výnosech firmy měl významný negativní vliv, a to ve výši -9 236,21 tis. Kč. Nicméně osobní náklady v tomto období naopak poklesly, což značí, že vývoj tohoto dílčího ukazatele byl zapříčiněn poklesem výnosů podniku. Třetí v pořadí je podíl finančních nákladů na výnosech. Tento ukazatel měl negativní dopad ve výši -6 494,54 tis. Kč, neboť finanční náklady se meziročně téměř ztrojnásobily (na čemž má největší podíl položka prodaných cenných papírů a podílů). Další v pořadí je podíl pohledávek na výnosech s vlivem -800,15 tis. Kč a výsledek hospodaření běžného účetního období, jehož vliv činí -375,38 tis. Kč.

Mezi roky 2010 a 2011 došlo opět ke zvýšení ekonomické přidané hodnoty, konkrétně o 7 842,79 tis. Kč. Na tomto vývoji měl největší zásluhu podíl osobních nákladů na výnosech podniku, jehož vliv činil 33 676,35 tis. Kč. To bylo způsobeno výraznějším poklesem osobních nákladů v tomto období. Dalším významným vlivem je podíl jiných provozních nákladů na výnosech podniku, který dosahoval 31 325,39 tis. Kč. Silný vliv tohoto dílčího

ukazatele lze připisovat položce ostatních provozních nákladů, které se meziročně snížily. Třetí největší vliv měl podíl finančních nákladů na výnosech. V případě tohoto dílčího ukazatele šlo o vliv ve výši 13 399,95 tis. Kč, který byl způsobený snížením finančních nákladů o více než polovinu. To lze přisoudit položce ostatních finančních nákladů. Dále byl ukazatel ekonomické přidané hodnoty ovlivněn úrokovou redukcí zisku i daňovou redukcí zisku. V prvním případě byl vliv dílčího ukazatele 7 426,43 tis. Kč a ve druhém případě vliv činil 7 271,16 tis. Kč.

Největší záporný vliv měl v letech 2010 - 2011 podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech. Tento podíl činil -73 402,59 tis. Kč, což způsobil meziroční nárůst nákladů na výrobky. Náklady na zboží naopak velmi prudce poklesly, a to až na 38 tis. Kč. Druhé a třetí místo patří rizikovým přírážkám. Na druhé příčce je tedy riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko s vlivem -12 450,44 tis. Kč a třetí v pořadí je riziková přírážka za velikost podniku s odchylkou -2 090,73 tis. Kč. Dále měl významný negativní vliv výsledek hospodaření běžného účetního období a ukazatel  $(1 - KBÚ/A)$ . Vliv výsledku hospodaření běžného účetního období činil -1 717,02 tis. Kč, vliv posledního ukazatele byl ve výši -868,17 tis. Kč.

V období 2011/2012 ekonomická přidaná hodnota znovu vzrostla, a to konkrétně o 53 272,90 tis. Kč. Tentokrát měl tedy největší vliv na změnu vrcholového ukazatele podíl jiných provozních nákladů na výnosech společnosti, jehož dopad činil 69 988,88 tis. Kč. Tento vývoj zapříčinila opět položka ostatních provozních výnosů, která se v tomto období snížila o polovinu. Dále v tomto období na vývoji ekonomické přidané hodnoty zanechala větší stopu riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, a to ve výši 23 405,81 tis. Kč. Třetím nejdůležitějším dílčím ukazatelem je podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech, jehož vliv činil 21 780,41 tis. Kč. Tuto změnu ovlivnily jak náklady na zboží, které v tomto období byly nulové, tak náklady na výrobky se významně snížily. Dále změnu vrcholového ukazatele podnítila riziková přírážka za finanční strukturu a bezriziková sazba. Dopad rizikové přírážky za finanční strukturu činil 19 847,68 tis. Kč a dopad bezrizikové sazby 14 705,66 tis. Kč.

Nejsilnější záporný vliv mezi roky 2011 a 2012 byl zaznamenán u podílu osobních nákladů na výnosech, neboť došlo k růstu těchto nákladů. Vliv tohoto dílčího ukazatele činil -72 132,60 tis. Kč. Dále se na vývoji ekonomické přidané hodnoty významně podepsal podíl finančních nákladů na výnosech s vlivem -17 438,02 tis. Kč. V tomto období se finanční

náklady se zdvojnásobily, a to zásluhou položky změny stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti. Další významnou odchylku zaznamenal ukazatel  $(1 - Záv_{KR}/A)$ . Vliv tohoto ukazatele dosahoval -4 079,63 tis. Kč. Čtvrté místo patří podílu zásob na výnosech s vlivem -3 884,15 tis. Kč. Pátý dílčí ukazatel s nejvýznamnějším záporným dopadem je riziková přírážka za velikost podniku, přičemž tento vliv činí -1 737,29 tis. Kč.

V posledním sledovaném období byl zaznamenán propad ukazatele ekonomické přidané hodnoty o 43 938,27 tis. Kč. Největší kladný vliv tedy měl podíl osobních nákladů na výnosech, který dosáhl 62 293,98 tis. Kč. Druhý nejsilnější vliv měl podíl finančních nákladů na výnosech, a to ve výši 17 562,03 tis. Kč. Dále se na vývoji ekonomické přidané hodnoty kladně podepsal podíl odpisů na výnosech. Tento dílčí ukazatel měl vliv ve výši 8 441,40 tis. Kč. Za příčinu vývoje těchto tří dílčích ukazatelů lze považovat významný nárůst výnosů společnosti. V neposlední řadě se pozitivně projevil ukazatel  $(1 - Záv_{KR}/A)$  ve výši 4 481,15 tis. Kč a úroková redukce zisku s vlivem 2 511,50 tis. Kč.

Největší negativní dopad v letech 2012 - 2013 měl podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech firmy, který činil -67 742,38 tis. Kč. Tento vývoj způsobil velký nárůst nákladů na zboží i výrobky v tomto období. Dále se významně podílela riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, a to konkrétně ve výši -30 224,80 tis. Kč. Třetí největší vliv měl podíl jiných provozních nákladů na výnosech firmy, který činil -28 354,77 tis. Kč. Na tento ukazatel zapůsobily ostatní provozní náklady, které se zdvojnásobily. Dále se významně podepsala riziková přírážka za finanční strukturu ve výši -9 708,96 tis. Kč a daňová redukce zisku s vlivem -2 983,05 tis. Kč.

#### **4.4 Celkové zhodnocení finanční výkonnosti společnosti HOCHTIEF CZ**

S využitím informací z účetních výkazů a výročních zpráv bylo možné vyhodnotit finanční výkonnost stavební společnosti HOCHTIEF CZ za období 2009 – 2013. Nejprve byla finanční výkonnost podniku posuzována pomocí poměrových ukazatelů.

Výsledky ukazatelů v oblasti zadluženosti jsou rozporuplné. U některých ukazatelů je dodržen požadovaný trend (popř. i hodnota), u jiných ne. Nicméně, jak dokládá ukazatel celkové zadluženosti, společnost je poměrně dost zadlužena (přibližně ze 70 %). Při bližším zkoumání bylo zjištěno, že převažuje zadluženost krátkodobá (tj. běžná). V současnosti se však zadluženost firmy snížila oproti počátku analyzovaného období, což je pozitivní signál pro investory a věřitele společnosti.

V oblasti rentability bylo dosaženo poměrně uspokojujících výsledků. Rentabilita se pohybovala v kladných hodnotách, které se postupem času zvyšovaly. Rostoucí trend ukazatelů byl dodržen až do roku 2012, kdy rentabilita dosáhla vrcholu. V posledním sledovaném roce se tedy rentabilita u všech ukazatelů mírně snížila. Nicméně hodnoty ukazatelů rentability byly poměrně nízké. Je však potřeba si uvědomit, že ve stavebnictví propukla krize v roce 2009 a překonána je až nyní. Do budoucnosti se tedy dá předpokládat opětovný růst v oblasti rentability.

V oblasti aktivity je důležité sledovat, jestli je splněno pravidlo solventnosti (tj. zda je doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek). Avšak v analyzovaném období je tomu u společnosti HOCHTIEF CZ právě naopak (tj. platí své závazky dříve, než obdrží prostředky od svých odběratelů). V roce 2009 firma platila dodavatelům v průměru za 62 dnů a inkasovala peníze za 102 dní. Nyní platí společnost svým dodavatelům průměrně za 94 dní a od odběratelů obdrží prostředky v průměru za 105 dní. Je tedy zřejmé, že doba obratu závazků se postupem času prodlužuje, což může již v příštím období přinést splnění pravidla solventnosti.

Velmi dobré výsledky společnost vykazovala v oblasti likvidity. U ukazatele celkové likvidity i ukazatele pohotové likvidity je vždy dodržena doporučená hodnota. Společnost se vymyká pouze u likvidity okamžité, kdy se výsledné hodnoty pohybují pod spodní hranicí doporučených hodnot. Pozitivní také je kladná hodnota čistého pracovního kapitálu. Nicméně čistý pracovní kapitál je dost vysoký, což vypovídá o překapitalizování podniku.

Dále byla finanční výkonnost podniku klasifikována prostřednictvím vybraných bankrotních i bonitních modelů. Výsledky Beaverova modelu byly dost nejednoznačné, neboť vždy alespoň jeden z vypočtených ukazatelů vykazoval příznaky podniku ohroženého bankrotem. Podle tohoto modelu byl podnik nejvíce bankrotem ohrožen v roce 2013, kdy tři z pěti kvantifikovaných ukazatelů vykazovaly symptomy bankrotující firmy.

Podle Altmanova modelu bylo zjištěno, že Z-skóre společnosti HOCHTIEF CZ je součástí šedé zóny. Nelze tedy jednoznačně říci, zda společnost směřuje spíše k bankrotu či k prosperitě. Nicméně hodnota Z-skóre se v čase snižuje a přibližuje se spodní hranici pásma šedé zóny, což může znamenat určité problémy.

Výsledky Kralickova Quick-testu jsou obdobné. Souhrnné hodnocení společnosti se vždy nachází v šedé zóně, přičemž v roce 2012 je dokonce přímo na hranici šedé zóny. Toto

hodnocení zhoršuje nepříznivá výnosová situace podniku (tj. průměrné bodové hodnocení rentability aktiv a rentability tržeb), která je v roce 2009 a 2012 dokonce pod spodní hranicí šedé zóny. Nicméně v posledním sledovaném roce se výnosová situace výrazně zlepšuje.

Dále se finanční úroveň podniku hodnotí indexem bonity. Dle výsledků tohoto bonitního modelu se stavební společnost HOCHTIEF CZ potýká s určitými problémy.

V neposlední řadě byla výkonnost podniku hodnocena skupinou indexů *IN*. Index *IN95* podnik zařazuje opět do pásma šedé zóny, přičemž v roce 2013 se hodnota indexu přiblížila horní hranici šedé zóny. Podle indexu *IN99* se většinou podnik nachází naopak pod spodní hranicí šedé zóny. To značí, že podnik dosahuje ekonomické ztráty. Vypočtená hodnota indexu *IN01* také osciluje kolem spodní hranice šedé zóny, přičemž v letech 2009 – 2010 byl index dokonce pod touto hranicí. Index *IN05* byl ve všech obdobích pod spodní hranicí šedé zóny. To tedy znamená, že společnost netvoří hodnotu a spěje k bankrotu.

Moderním měřítkem finanční výkonnosti je ekonomická přidaná hodnota. Ukazatel ekonomické přidané hodnoty ve všech sledovaných letech dosahoval záporných hodnot, nicméně v čase rostl (mimo rok 2013). Hodnota pro vlastníky se tedy stále snižuje, ale toto snížení se v čase většinou zpomaluje. Záporná *EVA* je důsledkem záporného spreadu, tj. záporného rozdílu mezi rentabilitou vlastního kapitálu a náklady na vlastní kapitál. Cílem do budoucnosti pro společnost je, aby byl spread v kladných hodnotách. To tedy znamená, že je potřeba vyvinout tlak na zvyšování rentability a snižování nákladů kapitálu.

Ekonomická přidaná hodnota je velmi významným ukazatelem pro hodnocení finanční úrovně podniku, a proto byl tento ukazatel rozkládán na jednotlivé dílčí ukazatele. Byl tedy sestaven pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty, který byl proveden funkcionální metodou. Změna vrcholového ukazatele je součtem pozitivních a negativních vlivů jednotlivých dílčích ukazatelů. Pět dílčích ukazatelů, které na ekonomickou přidanou hodnotu nejvíce zapůsobily pozitivně či negativně, je shrnuto v Tab. 4.10 a v Tab. 4.11.

**Tab. 4. 10** - Dílčí ukazatele s největším pozitivním vlivem na změnu vrcholového ukazatele

Pořadí	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
1.	$N_{zboží, výroby}/V$	$N_{osobní}/V$	$N_{jiné provozní}/V$	$N_{osobní}/V$
2.	$R_{finstru}$	$N_{jiné provozní}/V$	$R_{podnikatelské}$	$N_{finanční}/V$
3.	$R_F$	$N_{finanční}/V$	$N_{zboží, výroby}/V$	$N_{odpisy}/V$
4.	$EAT/EBT$	$EBT/EBIT$	$R_{finstru}$	$(1 - Záv.KR/A)$
5.	$R_{podnikatelské}$	$EAT/EBT$	$R_F$	$EBT/EBIT$

**Tab. 4. 11** - Dílčí ukazatele s největším negativním vlivem na změnu vrcholového ukazatele

Pořadí	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013
1.	$N_{jiné provozní}/V$	$N_{zboží, výroby}/V$	$N_{osobní}/V$	$N_{zboží, výroby}/V$
2.	$N_{osobní}/V$	$R_{podnikatelské}$	$N_{finanční}/V$	$R_{podnikatelské}$
3.	$N_{finanční}/V$	$R_{LA}$	$1 - (Záv.KR/A)$	$N_{jiné provozní}/V$
4.	$Pohledávky/V$	$VHBO$	$Zásoby/V$	$R_{finstru}$
5.	$VHBO$	$1 - (KBÚ/A)$	$R_{LA}$	$EAT/EBT$

Mezi roky 2009 a 2010 měl zásadní pozitivní vliv na vrcholový ukazatel podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech, riziková přírážka za finanční strukturu, bezriziková sazba, daňová redukce zisku a riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko. V období následujícím se na změně ekonomické přidané hodnoty nejvíce podepsal podíl osobních nákladů na výnosech, podíl jiných provozních nákladů na výnosech, podíl finančních nákladů na výnosech, úroková redukce zisku a daňová redukce zisku. V letech 2011 a 2012 se mezi nejvýznamnější pozitivní vlivy řadí podíl jiných provozních nákladů na výnosech, riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech, riziková přírážka za finanční strukturu a bezriziková sazba. V posledním zkoumaném období mezi pět ukazatelů s nejsilnějším pozitivním vlivem patří podíl osobních nákladů na výnosech, podíl finančních nákladů na výnosech, podíl odpisů na výnosech, ukazatel  $(1 - Záv.KR/A)$  a úroková redukce zisku.

Naopak nejsilnější negativní dopad v letech 2009 – 2010 byl zaznamenán u podílu jiných provozních nákladů na výnosech, podílu osobních nákladů na výnosech, podílu finančních nákladů na výnosech, podílu pohledávek na výnosech a výsledku hospodaření

běžného účetního období. V dalším období měl největší negativní vliv podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech, riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, riziková přírážka za velikost podniku, výsledek hospodaření běžného účetního období a ukazatel  $(1 - KBÚ/A)$ . Mezi roky 2011 a 2012 byl ukazatel ekonomické přidané hodnoty nejvíce negativně ovlivněn podílem osobních nákladů na výnosech, podílem finančních nákladů na výnosech, ukazatelem  $(1 - Záv.KR/A)$ , podílem zásob na výnosech a rizikovou přírážkou za velikost podniku. V posledním sledovaném období měl na vrcholový ukazatel největší záporný vliv podíl nákladů na zboží a výrobky na výnosech, riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, podíl jiných provozních nákladů na výnosech, riziková přírážka za finanční strukturu a daňová redukce zisku.



## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo zjištění, posouzení a zhodnocení finanční výkonnosti stavební společnosti HOCHTIEF CZ v letech 2009 – 2013 prostřednictvím finanční analýzy, bankrotních a bonitních modelů a ekonomické přidané hodnoty.

Text byl rozčleněn do pěti kapitol, přičemž první kapitolou byl úvod a pátou závěr. V kapitole druhé byla definována teoretická východiska. Byla charakterizována výkonnost, včetně přístupů k jejímu měření (tj. účetní, ekonomické a tržní ukazatele), finanční analýza a souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Dále se text věnoval ekonomické přidané hodnotě a způsobům stanovení nákladů kapitálu. V závěru kapitoly byl popsán pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty.

V úvodu třetí kapitoly byla představena vybraná společnost. Poté byla provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy i výkazu zisku a ztrát společnosti HOCHTIEF CZ. Dále byly detailněji popsány vypočtené poměrové ukazatele a zvolené bankrotní a bonitní modely.

Následující kapitola byla zaměřena na ekonomickou přidanou hodnotu. Nejprve byly stanoveny náklady kapitálu prostřednictvím stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Poté bylo možné určit výši ekonomické přidané hodnoty v jednotlivých letech a provést pyramidový rozklad. Rozklad vrcholového ukazatele odhalil dílčí vlivy, které mají na ekonomickou přidanou hodnotu největší dopad. V závěru bylo provedeno souhrnné hodnocení finanční výkonnosti společnosti HOCHTIEF CZ.

Na základě dosažených výsledků je tedy možné konstatovat, že stavební firma HOCHTIEF CZ je likvidní společností, která v současnosti nemá problémy se splácením svých závazků. Nicméně její slabou stránkou je poměrně vysoká zadluženost a nízká rentabilita, která způsobuje zápornou ekonomickou přidanou hodnotu. Také všechny aplikované bankrotní a bonitní modely se shodují na tom, že společnost má určité problémy. Nicméně je potřeba si uvědomit, že po dobu analyzovaného období odvětví stavebnictví procházelo krizí. Tato krize započala již v roce 2009 a teprve v současnosti je definitivně překonána. Proto lze do budoucna očekávat zlepšení finanční situace u stavební společnosti HOCHTIEF CZ.

## Seznam použité literatury

### Knižní publikace

ČIŽINSKÁ, Romana a Pavel MARINIČ. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 204 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-3158-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRANT, James L. *Foundations of economic value added*. 2. vyd. New Jersey: John Wiley&Sons, 2003, 324 s. ISBN 0-471-23483-4.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza firmy*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2008, 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.

KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, 135 s. ISBN 978-80-7179-713-5.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.

KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 2. vyd. Praha: Grada, 2013, 236 s. ISBN 978-80-247-4456-8.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2009, 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007, 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada, 2002, 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 3. vyd. Praha: Linde, 2012, 333 s. ISBN 978-80-7201-872-7.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.

VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 246 s. ISBN 978-80-247-3647-1.

WAGNER, Jaroslav. *Měření výkonnosti: jak měřit, vyhodnocovat a využívat informace o podnikové výkonnosti*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, 248 s. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2924-4.

### **Elektronické zdroje**

HOCHTIEF CZ. *Historie a profil* [online]. 2015 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.hochtief.cz/kdo-jsme/hochtief-cz/historie-a-profil>

HOCHTIEF CZ. *Výroční zprávy* [online]. 2015 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.hochtief.cz/kdo-jsme/vyrocnizpravy>

HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. *Stavebnictví prolomilo pětiletou krizi a letos zdvojnásobí růst, tvrdí stavaři* [online]. 2015 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-63633450-stavebnictvi-rust-stavari-cesko>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA* [online]. 2015 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/infa.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenci schopnost sledovaných odvětví za rok 2013* [online]. 2013 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument150081.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011* [online]. 2011 [cit. 2015-04-13]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument105732.html>

NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Index IN05*. In: *Evropské finanční systémy: Sborník příspěvků z mezinárodní vědecké konference 21. 6 – 23. 6. 2005* [online]. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 2005, s. 143-148 [cit. 2015-04-13]. ISBN 80-210-3753-9. Dostupné z: <http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2005/evropske-financi-systemy-2005.pdf>

### **Zákony**

Zákon č. 563 ze dne 12. 12. 1991 o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 107, s. 2802-2816. Dostupný také z: <http://portal.gov.cz/app/zakony/zakon.jsp?page=0&nr=563~2F1991&rpp=15#seznam>

## Seznam zkratek

A	aktiva
$a_i$	dílčí ukazatel
APM	arbitrážní model oceňování
a. s.	akciová společnost
$B_i$	index bonity
BVE	účetní hodnota vlastního kapitálu
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CFROI	cash flow z investic
CK	cizí kapitál
$c_t$	kupónová platba z obligace v čase $t$
$C_t$	tržní cena akcie v čase $t$
CZ	čistý zisk
č.	číslo
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	dluhy
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DIV	dividenda
dl.	dlouhodobý

DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk (zisk po zdanění)
EBIT	provozní zisk (zisk před úhradou úroků a daní)
EBITDA	zisk před úhradou úroků, daní a odpisů
EBT	zisk před úhradou daní
EPS	čistý zisk na akcii
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky
FS	finanční stabilita
GCE	provozní aktiva v pořizovací ceně
GCF	cash flow z provozních aktiv
i	úroková míra
IN	index důvěryhodnosti
IN95	index důvěryhodnosti z roku 1995
IN99	index důvěryhodnosti z roku 1999
IN01	index důvěryhodnosti z roku 2001
IN05	index důvěryhodnosti z roku 2005
JKV	jednorázové kapitálové výdaje
K	výsledné hodnocení podniku u modifikovaného Kralickova Quick-testu
K2a	první ukazatel Kralickova modifikovaného Quick-testu
K2b	druhý ukazatel Kralickova modifikovaného Quick-testu

K2c	třetí ukazatel Kralickova modifikovaného Quick-testu
K2d	čtvrtý ukazatel Kralickova modifikovaného Quick-testu
KBÚ	krátkodobé bankovní úvěry
Kč	Koruna česká
KFM	krátkodobý finanční majetek
kol.	kolektiv
kr.	krátkodobý
L3	celková likvidita
mil.	milion
mld.	miliarda
MV	tržní hodnota podniku
MVA	tržní přidaná hodnota
MVE	tržní hodnota vlastního kapitálu
N	náklady
NOPAT	čistý zisk z operační činnosti podniku
NPV	čistá současná hodnota
NV	nominální hodnota obligace
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
P	tržní hodnota obligace
PP	peněžní prostředky
R	náklady kapitálu
r.	rok

$R_{ai}$	diskrétní výnos dílčího ukazatele
$R_D$	náklady dluhu
$R_E$	náklady vlastního kapitálu
$R_E^U$	náklady vlastního kapitálu nezádlužené firmy
$R_F$	bezriziková sazba
RF	rezervní fond
$R_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
$R_{finstru}$	riziková přírážka za finanční strukturu
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
ROA	rentabilita aktiv
ROC	rentabilita nákladů
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$ROS_{čistá}$	čistá rentabilita tržeb
$ROS_{provozní}$	provozní rentabilita tržeb
$R_x$	diskrétní výnos vrcholového ukazatel
R1	kvóta vlastního kapitálu
R2	doba splácení dluhu z cash flow
R3	rentabilita aktiv
R4	rentabilita tržeb měřená cash flow
SA	stálá aktiva
SH	souhrnné hodnocení



s. r. o.	společnost s ručením omezeným
SV	zbytková hodnota aktiv po uplynutí doby životnosti
T	tržby
t	sazba daně
Tab.	tabulka
tis.	tisíc
TSR	tržní výnos akciového kapitálu
Ú	úvěr
ÚM	úroková míra
$U_i$	hodnota dílčího ukazatele
$U_t$	hodnota ukazatele v čase $t$
UZ	úplatné zdroje
V	výnosy
VH	výsledek hospodaření
VHBO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VHML	výsledek hospodaření minulých let
VK	vlastní kapitál
VS	výnosová situace
$V_x$	váha vybraného ukazatele indexu IN
WACC	průměrné náklady na kapitál
$WACC_L$	průměrné náklady na kapitál zadlužené firmy
$WACC_U$	průměrné náklady na kapitál nezadlužené firmy
$x_t$	vrcholový ukazatel v čase $t$

$X_i$	ukazatel vybraný pro index IN
XL1	mezní hodnota likvidity (dolní mez)
XL2	mezní hodnota likvidity (horní mez)
X1	nahrazování úplatných cizích zdrojů vlastními zdroji
Záv.	závazky
ZC	zůstatková cena
ZK	základní kapitál
Z-skóre	výsledné hodnocení u Altmanova bankrotního modelu
$\Delta a_i$	absolutní změna dílčího ukazatele
$\Delta x_{ai}$	vliv dílčího ukazatele na ukazatel vrcholový
$\Delta U_t$	absolutní změna ukazatele
$\Delta y_x$	přírůstek vlivu vrcholového ukazatele
$\sum U_i$	velikost absolutního ukazatele (tj. suma dílčích ukazatelů)

### Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 24. 4. 2015



Bc. Michaela Chýlková

## Seznam příloh

- Příloha č. 1:** Rozvaha HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013
- Příloha č. 2:** Výkaz zisku a ztráty HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 - 2013
- Příloha č. 3:** Přehled o peněžních tocích HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 - 2013
- Příloha č. 4:** Horizontální analýza rozvahy HOCHTIEF, a. s. za období 2009 – 2013
- Příloha č. 5:** Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty HOCHTIEF, a. s. za období 2009 – 2013
- Příloha č. 6:** Vertikální analýza rozvahy HOCHTIEF, a. s. za období 2009 – 2013
- Příloha č. 7:** Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013
- Příloha č. 8:** Schéma pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty
- Příloha č. 9:** Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty HOCHTIEF CZ, a. s.

## Rozvaha HOCHTIEF, a. s. za období 2009 – 2013 (v tis. Kč)

Text		Období				
		2009	2010	2011	2012	2013
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	4 142 874	4 282 169	4 380 905	3 593 830	3 853 532
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>553 997</b>	<b>369 900</b>	<b>314 613</b>	<b>250 110</b>	<b>211 093</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>184 468</i>	<i>108 918</i>	<i>107 496</i>	<i>96 373</i>	<i>80 529</i>
B.I.3.	Software	2 970	3 448	2 387	1 332	504
B.I.4.	Ocenitelná práva	163	107	51	0	0
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	91	74	58	41	25
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	181 244	105 289	105 000	95 000	80 000
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>248 966</i>	<i>201 768</i>	<i>161 590</i>	<i>134 060</i>	<i>111 727</i>
B.II.1.	Pozemky	8 890	8 883	8 733	8 582	8 582
B.II.2.	Stavby	100 452	94 965	87 738	82 116	78 178
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	133 748	88 622	55 558	39 768	21 347
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	3 995	4 579	4 087	3 594	3 255
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	331	3 169	5 474	0	365
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 550	1 550	0	0	0
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>120 563</i>	<i>59 214</i>	<i>45 527</i>	<i>19 677</i>	<i>18 837</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	118 563	57 214	43 527	17 677	16 737
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	100
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>3 568 032</b>	<b>3 885 739</b>	<b>4 037 052</b>	<b>3 295 588</b>	<b>3 612 147</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>384 021</i>	<i>341 382</i>	<i>300 420</i>	<i>773 197</i>	<i>874 316</i>
C.I.1.	Materiál	57 580	32 097	26 852	39 262	33 756
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	224 975	227 158	195 822	594 231	694 437
C.I.3.	Výrobky	8 285	8 228	2 511	4 307	12 495
C.I.5.	Zboží	71 681	73 899	75 235	135 397	133 628
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	21 500	0	0	0	0
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>423 935</i>	<i>510 542</i>	<i>457 596</i>	<i>352 349</i>	<i>330 315</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	384 483	442 308	393 884	193 028	241 041
C.II.7.	Jiné pohledávky	0	0	0	88 300	0
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	39 452	68 234	63 712	71 021	89 274
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>2 462 646</i>	<i>2 619 966</i>	<i>2 697 271</i>	<i>1 962 234</i>	<i>1 972 165</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	2 022 248	2 296 723	2 453 771	1 582 367	1 365 924
C.III.2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	134 468	177 092	78 486	304 494	431 718
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	62 341	3 070	3 040	18 918	20 558
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	63 137	0	42 565	9 339	35 253
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	54 150	5 538	5 320	24 041	21 628
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	29 990	43 755	20 221	18 071	1 060
C.III.9.	Jiné pohledávky	96 312	93 788	93 868	5 004	96 024
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>297 430</i>	<i>413 849</i>	<i>581 765</i>	<i>207 808</i>	<i>435 351</i>
C.IV.1.	Peníze	1 290	1 063	1 033	4 106	1 232
C.IV.2.	Účty v bankách	296 140	412 786	580 732	203 702	434 119
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>20 845</b>	<b>26 530</b>	<b>29 240</b>	<b>48 132</b>	<b>30 292</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	15 841	21 068	26 150	27 790	10 971
D.I.3.	Příjmy příštích období	5 004	5 462	3 090	20 342	19 321

## Rozvaha HOCHTIEF, a. s. za období 2009 – 2013 (v tis. Kč)

Text		Období				
		2009	2010	2011	2012	2013
	PASIVA CELKEM	4 142 874	4 282 169	4 380 905	3 593 830	3 853 532
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>960 280</b>	<b>965 459</b>	<b>986 786</b>	<b>1 000 466</b>	<b>1 004 100</b>
A.I.	Základní kapitál	350 736	350 736	350 736	350 736	350 736
A.I.1.	Základní kapitál	350 736	350 736	350 736	350 736	350 736
A.II.	Kapitálové fondy	585	585	585	585	585
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	585	585	585	585	585
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	93 105	91 640	90 356	88 928	86 831
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	75 792	75 792	75 792	75 792	75 792
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	17 313	15 848	14 564	13 136	11 039
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	513 374	516 227	517 302	535 302	544 731
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	513 374	516 227	517 302	535 302	544 731
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	2 480	6 271	27 807	24 915	21 217
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>3 161 103</b>	<b>3 311 480</b>	<b>3 390 456</b>	<b>2 589 484</b>	<b>2 845 683</b>
B.I.	Rezervy	110 973	129 102	132 579	91 373	71 380
B.I.4.	Ostatní rezervy	110 973	129 102	132 579	91 373	71 380
B.II.	Dlouhodobé závazky	304 317	309 069	360 451	289 499	280 801
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	292 947	290 299	336 667	272 271	273 190
B.II.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	11 370	18 770	23 784	17 228	7 611
B.III.	Krátkodobé závazky	2 164 297	2 316 701	2 479 376	1 893 903	2 233 057
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	1 175 469	1 029 814	1 206 822	904 220	1 218 501
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	8 039	28 973	48 019	4 413	23 232
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	384 176	280 625	439 799	120 577	132 064
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	54 518	38 291	31 285	52 008	38 682
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	22 842	19 561	16 071	20 475	19 676
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	9 644	75 251	4 862	13 790	18 086
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	34 251	3 812	8 550	38 850	14 245
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	459 123	834 025	716 054	734 165	760 568
B.III.11.	Jiné závazky	16 235	6 349	7 914	5 405	8 003
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	581 516	556 608	418 050	314 709	260 445
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	581 516	556 608	418 050	314 709	260 445
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>21 491</b>	<b>5 230</b>	<b>3 663</b>	<b>3 880</b>	<b>3 749</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	5 417	2 594	2 047	2 575	1 520
C.I.2.	Výnosy příštích období	16 074	2 636	1 616	1 305	2 229

## Výkaz zisku a ztráty HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013 (v tis. Kč)

Text		Období				
		2009	2010	2011	2012	2013
I.	Tržby za prodej zboží	13 674	9 397	1 912	1 464	10 500
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	6 418	5 908	38	0	10 283
+	<b>Obchodní marže</b>	<b>7 256</b>	<b>3 489</b>	<b>1 874</b>	<b>1 464</b>	<b>217</b>
II.	Výkony	6 128 236	5 015 048	5 053 514	4 120 836	4 808 661
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	7 154 264	5 039 546	5 085 203	3 716 381	4 694 675
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1 031 914	-30 193	-37 053	400 206	108 583
II.3.	Aktivace	5 886	5 695	5 364	4 249	5 403
B.	Výkonová spotřeba	4 989 758	3 965 300	4 076 523	3 295 992	4 015 326
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	4 391 150	3 387 363	3 537 055	2 845 624	3 648 184
B.2.	Služby	598 608	577 937	539 468	450 368	367 142
+	<b>Přidaná hodnota</b>	<b>1 145 734</b>	<b>1 053 237</b>	<b>978 865</b>	<b>826 308</b>	<b>793 552</b>
C.	Osobní náklady	856 823	805 814	667 078	691 318	661 483
C.1.	Mzdové náklady	620 365	599 231	480 170	500 033	476 847
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	17 192	13 283	8 437	10 241	7 521
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	202 928	177 938	165 152	168 256	163 214
C.4.	Sociální náklady	16 338	15 362	13 319	12 788	13 901
D.	Daně a poplatky	12 280	9 603	10 260	7 834	7 067
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	65 107	55 816	45 164	39 196	25 769
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	41 943	24 330	43 103	40 123	35 285
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3 945	7 082	4 165	3 909	13 039
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	37 998	17 248	38 938	36 214	22 246
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	36 373	18 050	38 396	34 815	22 929
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	342	1 845	1 429	256	1 383
F.2.	Prodaný materiál	36 031	16 205	36 967	34 559	21 546
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	113 874	24 501	80 459	-37 405	-22 901
IV.	Ostatní provozní výnosy	88 275	229 554	29 140	43 481	76 798
H.	Ostatní provozní náklady	132 969	317 215	125 270	62 078	137 484
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>58 526</b>	<b>76 122</b>	<b>84 481</b>	<b>112 076</b>	<b>73 804</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	30 350	0	0	200
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	61 349	0	0	200
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-5 007	-30 190	13 688	35 850	940
X.	Výnosové úroky	2 406	4 551	4 937	3 614	2 212
N.	Nákladové úroky	26 798	21 983	14 556	13 328	7 483
XI.	Ostatní finanční výnosy	12 213	9 057	6 582	757	1 780
O.	Ostatní finanční náklady	32 414	48 604	19 158	26 068	29 463
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-39 586</b>	<b>-57 788</b>	<b>-35 883</b>	<b>-70 875</b>	<b>-33 894</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	16 460	12 063	20 791	16 286	18 693
Q 1.	– splatná	29 438	40 845	16 268	23 596	36 946
Q 2.	– odložená	-12 978	-28 782	4 523	-7 310	-18 253
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>2 480</b>	<b>6 271</b>	<b>27 807</b>	<b>24 915</b>	<b>21 217</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>2 480</b>	<b>6 271</b>	<b>27 807</b>	<b>24 915</b>	<b>21 217</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>18 940</b>	<b>18 334</b>	<b>48 598</b>	<b>41 201</b>	<b>39 910</b>

## Přehled o peněžních tocích HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013 (v tis. Kč)

Text		Období				
		2009	2010	2011	2012	2013
P.	Počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	584 784	297 430	413 849	581 765	207 808
<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</b>						
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	18 940	18 334	48 598	41 201	39 910
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	287 063	183 167	146 036	46 133	-11 263
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	65 107	55 816	45 164	39 196	25 769
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	108 867	-7 183	94 147	513	-30 161
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-3 603	25 762	-2 736	-3 653	-11 656
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	24 392	17 432	9 619	9 714	5 271
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	92 300	91 340	-158	363	-486
A.*	<b>Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu</b>	<b>306 003</b>	<b>201 501</b>	<b>194 634</b>	<b>87 334</b>	<b>28 647</b>
A.2.	Změna stavu pracovního kapitálu	-228 698	-27 238	60 023	-26 872	392 682
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	121 500	-183 969	-187 975	1 062 702	206 519
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	-1 383 959	111 983	207 865	-613 816	305 755
A.2.3.	Změna stavu zásob	1 033 761	44 748	40 133	-475 758	-119 592
A.**	<b>Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>77 305</b>	<b>174 263</b>	<b>254 657</b>	<b>60 462</b>	<b>421 329</b>
A.3.	Vyplacené úroky	-26 798	-21 983	-14 556	-13 328	-7 483
A.4.	Přijaté úroky	2 406	4 551	4 937	3 614	2 212
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-31 597	-19 889	-44 225	-33 444	-17 744
A.***	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>21 316</b>	<b>136 942</b>	<b>200 813</b>	<b>17 304</b>	<b>398 314</b>
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>						
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-4 196	-9 892	-6 223	-10 789	-4 043
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	3 945	37 432	4 165	3 909	13 039
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-124 458	-42 624	94 957	-226 007	-127 225
B.***	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-124 709</b>	<b>-15 084</b>	<b>92 899</b>	<b>-232 887</b>	<b>-118 229</b>
<b>Peněžní toky z finančních činností</b>						
C.1.	Změna stavu závazků z financování	-126 381	-3 974	-119 512	-146 946	-35 445
C.2.	Dopady změn vlastního kapitálu	-57 580	-1 465	-6 284	-11 428	-17 097
C.2.5.	Přímé platby na vrub fondů	-653	-1 465	-1 284	-1 428	-2 097
C.2.6.	Vyplacené dividendy	-56 927	0	-5 000	-10 000	-15 000
C.***	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-183 961</b>	<b>-5 439</b>	<b>-125 796</b>	<b>-158 374</b>	<b>-52 542</b>
F.	<b>Čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>-287 354</b>	<b>116 419</b>	<b>167 916</b>	<b>-373 957</b>	<b>227 543</b>
R.	Konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	297 430	413 849	581 765	207 808	435 351



## Horizontální analýza rozvahy HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

Text		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	139 295	3,36	98 736	2,31	-787 075	-17,97	259 702	7,23
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>-184 097</b>	<b>-33,23</b>	<b>-55 287</b>	<b>-14,95</b>	<b>-64 503</b>	<b>-20,50</b>	<b>-39 017</b>	<b>-15,60</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>-75 550</i>	<i>-40,96</i>	<i>-1 422</i>	<i>-1,31</i>	<i>-11 123</i>	<i>-10,35</i>	<i>-15 844</i>	<i>-16,44</i>
B.I.3.	Software	478	16,09	-1 061	-30,77	-1 055	-44,20	-828	-62,16
B.I.4.	Ocenitelná práva	-56	-34,36	-56	-52,34	-51	-100,00	0	-
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	-17	-18,68	-16	-21,62	-17	-29,31	-16	-39,02
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-75 955	-41,91	-289	-0,27	-10 000	-9,52	-15 000	-15,79
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>-47 198</i>	<i>-18,96</i>	<i>-40 178</i>	<i>-19,91</i>	<i>-27 530</i>	<i>-17,04</i>	<i>-22 333</i>	<i>-16,66</i>
B.II.1.	Pozemky	-7	-0,08	-150	-1,69	-151	-1,73	0	0,00
B.II.2.	Stavby	-5 487	-5,46	-7 227	-7,61	-5 622	-6,41	-3 938	-4,80
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-45 126	-33,74	-33 064	-37,31	-15 790	-28,42	-18 421	-46,32
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	584	14,62	-492	-10,74	-493	-12,06	-339	-9,43
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	2 838	857,40	2 305	72,74	-5 474	-100,00	365	-
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0,00	-1 550	-100,00	0	-	0	-
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>-61 349</i>	<i>-50,89</i>	<i>-13 687</i>	<i>-23,11</i>	<i>-25 850</i>	<i>-56,78</i>	<i>-840</i>	<i>-4,27</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	-61 349	-51,74	-13 687	-23,92	-25 850	-59,39	-940	-5,32
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	-	0	-	0	-	100	-
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>317 707</b>	<b>8,90</b>	<b>151 313</b>	<b>3,89</b>	<b>-741 464</b>	<b>-18,37</b>	<b>316 559</b>	<b>9,61</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>-42 639</i>	<i>-11,10</i>	<i>-40 962</i>	<i>-12,00</i>	<i>472 777</i>	<i>157,37</i>	<i>101 119</i>	<i>13,08</i>
C.I.1.	Materiál	-25 483	-44,26	-5 245	-16,34	12 410	46,22	-5 506	-14,02
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	2 183	0,97	-31 336	-13,79	398 409	203,45	100 206	16,86
C.I.3.	Výrobky	-57	-0,69	-5 717	-69,48	1 796	71,53	8 188	190,11
C.I.5.	Zboží	2 218	3,09	1 336	1,81	60 162	79,97	-1 769	-1,31
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	-21 500	-100,00	0	-	0	-	0	-
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>86 607</i>	<i>20,43</i>	<i>-52 946</i>	<i>-10,37</i>	<i>-105 247</i>	<i>-23,00</i>	<i>-22 034</i>	<i>-6,25</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	57 825	15,04	-48 424	-10,95	-200 856	-50,99	48 013	24,87
C.II.7.	Jiné pohledávky	0	-	0	-	88 300	-	-88 300	-100,00
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	28 782	72,95	-4 522	-6,63	7 309	11,47	18 253	25,70
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>157 320</i>	<i>6,39</i>	<i>77 305</i>	<i>2,95</i>	<i>-735 037</i>	<i>-27,25</i>	<i>9 931</i>	<i>0,51</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	274 475	13,57	157 048	6,84	-871 404	-35,51	-216 443	-13,68
C.III.2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	42 624	31,70	-98 606	-55,68	226 008	287,96	127 224	41,78
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	-59 271	-95,08	-30	-0,98	15 878	522,30	1 640	8,67
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	-63 137	-100,00	42 565	-	-33 226	-78,06	25 914	277,48
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-48 612	-89,77	-218	-3,94	18 721	351,90	-2 413	-10,04
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	13 765	45,90	-23 534	-53,79	-2 150	-10,63	-17 011	-94,13
C.III.9.	Jiné pohledávky	-2 524	-2,62	80	0,09	-88 864	-94,67	91 020	1818,94
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>116 419</i>	<i>39,14</i>	<i>167 916</i>	<i>40,57</i>	<i>-373 957</i>	<i>-64,28</i>	<i>227 543</i>	<i>109,50</i>
C.IV.1.	Peníze	-227	-17,60	-30	-2,82	3 073	297,48	-2 874	-70,00
C.IV.2.	Účty v bankách	116 646	39,39	167 946	40,69	-377 030	-64,92	230 417	113,11
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>5 685</b>	<b>27,27</b>	<b>2 710</b>	<b>10,21</b>	<b>18 892</b>	<b>64,61</b>	<b>-17 840</b>	<b>-37,06</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	5 227	33,00	5 082	24,12	1 640	6,27	-16 819	-60,52
D.I.3.	Příjmy příštích období	458	9,15	-2 372	-43,43	17 252	558,32	-1 021	-5,02

# Horizontální analýza rozvahy HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

Text		2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
		absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)
	PASIVA CELKEM	139 295	3,36	98 736	2,31	-787 075	-17,97	259 702	7,23
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>5 179</b>	<b>0,54</b>	<b>21 327</b>	<b>2,21</b>	<b>13 680</b>	<b>1,39</b>	<b>3 634</b>	<b>0,36</b>
A.I.	Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.I.1.	Základní kapitál	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.II.	Kapitálové fondy	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	-	0	-	0	-	0	-
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	-1 465	-1,57	-1 284	-1,40	-1 428	-1,58	-2 097	-2,36
A.III.1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	-1 465	-8,46	-1 284	-8,10	-1 428	-9,80	-2 097	-15,96
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	2 853	0,56	1 075	0,21	18 000	3,48	9 429	1,76
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	2 853	0,56	1 075	0,21	18 000	3,48	9 429	1,76
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	3 791	152,86	21 536	343,42	-2 892	-10,40	-3 698	-14,84
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>150 377</b>	<b>4,76</b>	<b>78 976</b>	<b>2,38</b>	<b>-800 972</b>	<b>-23,62</b>	<b>256 199</b>	<b>9,89</b>
B.I.	Rezervy	18 129	16,34	3 477	2,69	-41 206	-31,08	-19 993	-21,88
B.I.4.	Ostatní rezervy	18 129	16,34	3 477	2,69	-41 206	-31,08	-19 993	-21,88
B.II.	Dlouhodobé závazky	4 752	1,56	51 382	16,62	-70 952	-19,68	-8 698	-3,00
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	-2 648	-0,90	46 368	15,97	-64 396	-19,13	919	0,34
B.II.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	7 400	65,08	5 014	26,71	-6 556	-27,56	-9 617	-55,82
B.III.	Krátkodobé závazky	152 404	7,04	162 675	7,02	-585 473	-23,61	339 154	17,91
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	-145 655	-12,39	177 008	17,19	-302 602	-25,07	314 281	34,76
B.III.2.	Závazky - ovládací a řídicí osoba	20 934	260,41	19 046	65,74	-43 606	-90,81	18 819	426,44
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	-103 551	-26,95	159 174	56,72	-319 222	-72,58	11 487	9,53
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	-16 227	-29,76	-7 006	-18,30	20 723	66,24	-13 326	-25,62
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-3 281	-14,36	-3 490	-17,84	4 404	27,40	-799	-3,90
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	65 607	680,29	-70 389	-93,54	8 928	183,63	4 296	31,15
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-30 439	-88,87	4 738	124,29	30 300	354,39	-24 605	-63,33
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	374 902	81,66	-117 971	-14,14	18 111	2,53	26 403	3,60
B.III.11.	Jiné závazky	-9 886	-60,89	1 565	24,65	-2 509	-31,70	2 598	48,07
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-24 908	-4,28	-138 558	-24,89	-103 341	-24,72	-54 264	-17,24
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	-24 908	-4,28	-138 558	-24,89	-103 341	-24,72	-54 264	-17,24
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>-16 261</b>	<b>-75,66</b>	<b>-1 567</b>	<b>-29,96</b>	<b>217</b>	<b>5,92</b>	<b>-131</b>	<b>-3,38</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	-2 823	-52,11	-547	-21,09	528	25,79	-1 055	-40,97
C.I.2.	Výnosy příštích období	-13 438	-83,60	-1 020	-38,69	-311	-19,25	924	70,80

# Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

Text	2009/2010		2010/2011		2011/2012		2012/2013	
	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)	absolutní změna (v tis. Kč)	relativní změna (v %)
I. Tržby za prodej zboží	-4 277	-31,28	-7 485	-79,65	-448	-23,43	9 036	617,21
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	-510	-7,95	-5 870	-99,36	-38	-100,00	10 283	-
+ Obchodní marže	-3 767	-51,92	-1 615	-46,29	-410	-21,88	-1 247	-85,18
II. Výkony	-1 113 188	-18,16	38 466	0,77	-932 678	-18,46	687 825	16,69
II.1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-2 114 718	-29,56	45 657	0,91	-1 368 822	-26,92	978 294	26,32
II.2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 001 721	-97,07	-6 860	22,72	437 259	-	-291 623	-72,87
II.3. Aktivace	-191	-3,24	-331	-5,81	-1 115	-20,79	1 154	27,16
B. Výkonová spotřeba	-1 024 458	-20,53	111 223	2,80	-780 531	-19,15	719 334	21,82
B.1. Spotřeba materiálu a energie	-1 003 787	-22,86	149 692	4,42	-691 431	-19,55	802 560	28,20
B.2. Služby	-20 671	-3,45	-38 469	-6,66	-89 100	-16,52	-83 226	-18,48
+ Přidaná hodnota	-92 497	-8,07	-74 372	-7,06	-152 557	-15,59	-32 756	-3,96
C. Osobní náklady	-51 009	-5,95	-138 736	-17,22	24 240	3,63	-29 835	-4,32
C.1. Mzdové náklady	-21 134	-3,41	-119 061	-19,87	19 863	4,14	-23 186	-4,64
C.2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	-3 909	-22,74	-4 846	-36,48	1 804	21,38	-2 720	-26,56
C.3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	-24 990	-12,31	-12 786	-7,19	3 104	1,88	-5 042	-3,00
C.4. Sociální náklady	-976	-5,97	-2 043	-13,30	-531	-3,99	1 113	8,70
D. Daně a poplatky	-2 677	-21,80	657	6,84	-2 426	-23,65	-767	-9,79
E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-9 291	-14,27	-10 652	-19,08	-5 968	-13,21	-13 427	-34,26
III. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	-17 613	-41,99	18 773	77,16	-2 980	-6,91	-4 838	-12,06
III.1. Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	3 137	79,52	-2 917	-41,19	-256	-6,15	9 130	233,56
III.2. Tržby z prodeje materiálu	-20 750	-54,61	21 690	125,75	-2 724	-7,00	-13 968	-38,57
F. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	-18 323	-50,38	20 346	112,72	-3 581	-9,33	-11 886	-34,14
F.1. Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1 503	439,47	-416	-22,55	-1 173	-82,09	1 127	440,23
F.2. Prodaný materiál	-19 826	-55,02	20 762	128,12	-2 408	-6,51	-13 013	-37,65
G. Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	-89 373	-78,48	55 958	228,39	-117 864	-146,49	14 504	38,78
IV. Ostatní provozní výnosy	141 279	160,04	-200 414	-87,31	14 341	49,21	33 317	76,62
H. Ostatní provozní náklady	184 246	138,56	-191 945	-60,51	-63 192	-50,44	75 406	121,47
* Provozní výsledek hospodaření	17 596	30,07	8 359	10,98	27 595	32,66	-38 272	-34,15
VI. Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	30 350	-	-30 350	-100,00	0	-	200	-
J. Prodané cenné papíry a podíly	61 349	-	-61 349	-100,00	0	-	200	-
M. Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-25 183	502,96	43 878	145,34	22 162	161,91	-34 910	-97,38
X. Výnosové úroky	2 145	89,15	386	8,48	-1 323	-26,80	-1 402	-38,79
N. Nákladové úroky	-4 815	-17,97	-7 427	-33,79	-1 228	-8,44	-5 845	-43,86
XI. Ostatní finanční výnosy	-3 156	-25,84	-2 475	-27,33	-5 825	-88,50	1 023	135,14
O. Ostatní finanční náklady	16 190	49,95	-29 446	-60,58	6 910	36,07	3 395	13,02
* Finanční výsledek hospodaření	-18 202	-45,98	21 905	37,91	-34 992	-97,52	36 981	52,18
Q. Daň z příjmů za běžnou činnost	-4 397	-26,71	8 728	72,35	-4 505	-21,67	2 407	14,78
Q 1. – splatná	11 407	38,75	-24 577	-60,17	7 328	45,05	13 350	56,58
Q 2. – odložená	-15 804	121,78	33 305	115,71	-11 833	-261,62	-10 943	-149,70
** Výsledek hospodaření za běžnou činnost	3 791	152,86	21 536	343,42	-2 892	-10,40	-3 698	-14,84
*** Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	3 791	152,86	21 536	343,42	-2 892	-10,40	-3 698	-14,84
**** Výsledek hospodaření před zdaněním	-606	-3,20	30 264	165,07	-7 397	-15,22	-1 291	-3,13

## Vertikální analýza rozvahy HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

Text		2009	2010	2011	2012	2013
		% z aktiv	% z aktiv	% z aktiv	% z aktiv	% z aktiv
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>13,37</b>	<b>8,64</b>	<b>7,18</b>	<b>6,96</b>	<b>5,48</b>
<i>B.I.</i>	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>4,45</i>	<i>2,54</i>	<i>2,45</i>	<i>2,68</i>	<i>2,09</i>
B.I.3.	Software	0,07	0,08	0,05	0,04	0,01
B.I.4.	Ocenitelná práva	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.I.6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.I.7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4,37	2,46	2,40	2,64	2,08
<i>B.II.</i>	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>6,01</i>	<i>4,71</i>	<i>3,69</i>	<i>3,73</i>	<i>2,90</i>
B.II.1.	Pozemky	0,21	0,21	0,20	0,24	0,22
B.II.2.	Stavby	2,42	2,22	2,00	2,28	2,03
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	3,23	2,07	1,27	1,11	0,55
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,10	0,11	0,09	0,10	0,08
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,01	0,07	0,12	0,00	0,01
B.II.8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,04	0,04	0,00	0,00	0,00
<i>B.III.</i>	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>2,91</i>	<i>1,38</i>	<i>1,04</i>	<i>0,55</i>	<i>0,49</i>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	2,86	1,34	0,99	0,49	0,43
B.III.2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B.III.3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>86,12</b>	<b>90,74</b>	<b>92,15</b>	<b>91,70</b>	<b>93,74</b>
<i>C.I.</i>	<i>Zásoby</i>	<i>9,27</i>	<i>7,97</i>	<i>6,86</i>	<i>21,51</i>	<i>22,69</i>
C.I.1.	Materiál	1,39	0,75	0,61	1,09	0,88
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	5,43	5,30	4,47	16,53	18,02
C.I.3.	Výrobky	0,20	0,19	0,06	0,12	0,32
C.I.5.	Zboží	1,73	1,73	1,72	3,77	3,47
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,52	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>C.II.</i>	<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>10,23</i>	<i>11,92</i>	<i>10,45</i>	<i>9,80</i>	<i>8,57</i>
C.II.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	9,28	10,33	8,99	5,37	6,26
C.II.7.	Jiné pohledávky	0,00	0,00	0,00	2,46	0,00
C.II.8.	Odložená daňová pohledávka	0,95	1,59	1,45	1,98	2,32
<i>C.III.</i>	<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>59,44</i>	<i>61,18</i>	<i>61,57</i>	<i>54,60</i>	<i>51,18</i>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	48,81	53,63	56,01	44,03	35,45
C.III.2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	3,25	4,14	1,79	8,47	11,20
C.III.4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	1,50	0,07	0,07	0,53	0,53
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	1,52	0,00	0,97	0,26	0,91
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,31	0,13	0,12	0,67	0,56
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	0,72	1,02	0,46	0,50	0,03
C.III.9.	Jiné pohledávky	2,32	2,19	2,14	0,14	2,49
<i>C.IV.</i>	<i>Krátkodobý finanční majetek</i>	<i>7,18</i>	<i>9,66</i>	<i>13,28</i>	<i>5,78</i>	<i>11,30</i>
C.IV.1.	Peníze	0,03	0,02	0,02	0,11	0,03
C.IV.2.	Účty v bankách	7,15	9,64	13,26	5,67	11,27
<b>D. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,50</b>	<b>0,62</b>	<b>0,67</b>	<b>1,34</b>	<b>0,79</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	0,38	0,49	0,60	0,77	0,28
D.I.3.	Příjmy příštích období	0,12	0,13	0,07	0,57	0,50

## Vertikální analýza rozvahy HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

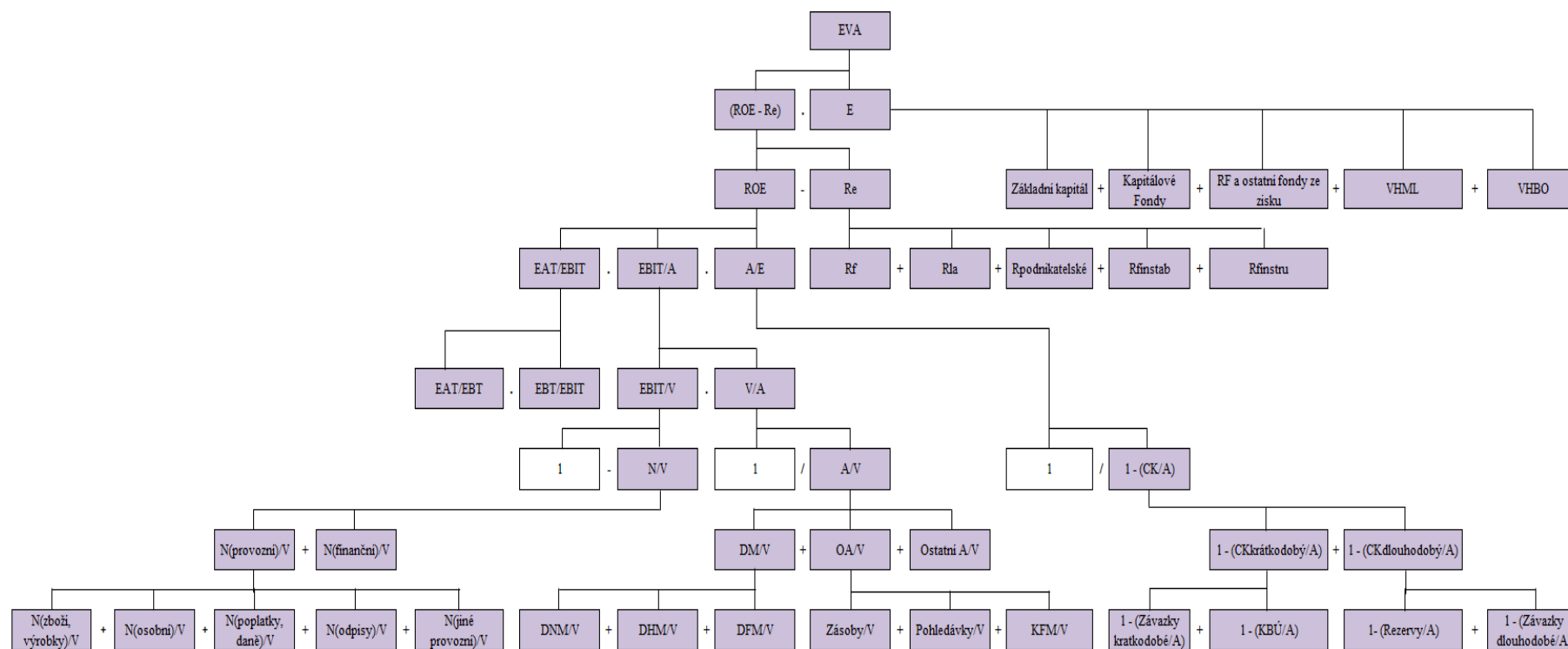
Text		2009	2010	2011	2012	2013
		% z pasiv	% z pasiv	% z pasiv	% z pasiv	% z pasiv
	PASIVA CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>23,18</b>	<b>22,55</b>	<b>22,52</b>	<b>27,84</b>	<b>26,06</b>
A.I.	Základní kapitál	8,47	8,19	8,01	9,76	9,10
A.I.1.	Základní kapitál	8,47	8,19	8,01	9,76	9,10
A.II.	Kapitálové fondy	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02
A.II.2.	Ostatní kapitálové fondy	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02
A.II.3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	2,25	2,14	2,06	2,47	2,25
A.III.1.	Zákomý rezervní fond/Nedělitelný fond	1,83	1,77	1,73	2,11	1,97
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	0,42	0,37	0,33	0,37	0,29
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	12,39	12,06	11,81	14,90	14,14
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	12,39	12,06	11,81	14,90	14,14
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+ -)	0,06	0,15	0,63	0,69	0,55
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>76,30</b>	<b>77,33</b>	<b>77,39</b>	<b>72,05</b>	<b>73,85</b>
B.I.	Rezervy	2,68	3,01	3,03	2,54	1,85
B.I.4.	Ostatní rezervy	2,68	3,01	3,03	2,54	1,85
B.II.	Dlouhodobé závazky	7,35	7,22	8,23	8,06	7,29
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	7,07	6,78	7,68	7,58	7,09
B.II.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,27	0,44	0,54	0,48	0,20
B.III.	Krátkodobé závazky	52,24	54,10	56,60	52,70	57,95
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	28,37	24,05	27,55	25,16	31,62
B.III.2.	Závazky - ovládající a řídicí osoba	0,19	0,68	1,10	0,12	0,60
B.III.4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	9,27	6,55	10,04	3,36	3,43
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	1,32	0,89	0,71	1,45	1,00
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0,55	0,46	0,37	0,57	0,51
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	0,23	1,76	0,11	0,38	0,47
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,83	0,09	0,20	1,08	0,37
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	11,08	19,48	16,34	20,43	19,74
B.III.11.	Jiné závazky	0,39	0,15	0,18	0,15	0,21
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	14,04	13,00	9,54	8,76	6,76
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	14,04	13,00	9,54	8,76	6,76
<b>C. I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,52</b>	<b>0,12</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	0,13	0,06	0,05	0,07	0,04
C.I.2.	Výnosy příštích období	0,39	0,06	0,04	0,04	0,06

## Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty HOCHTIEF CZ, a. s. za období 2009 – 2013

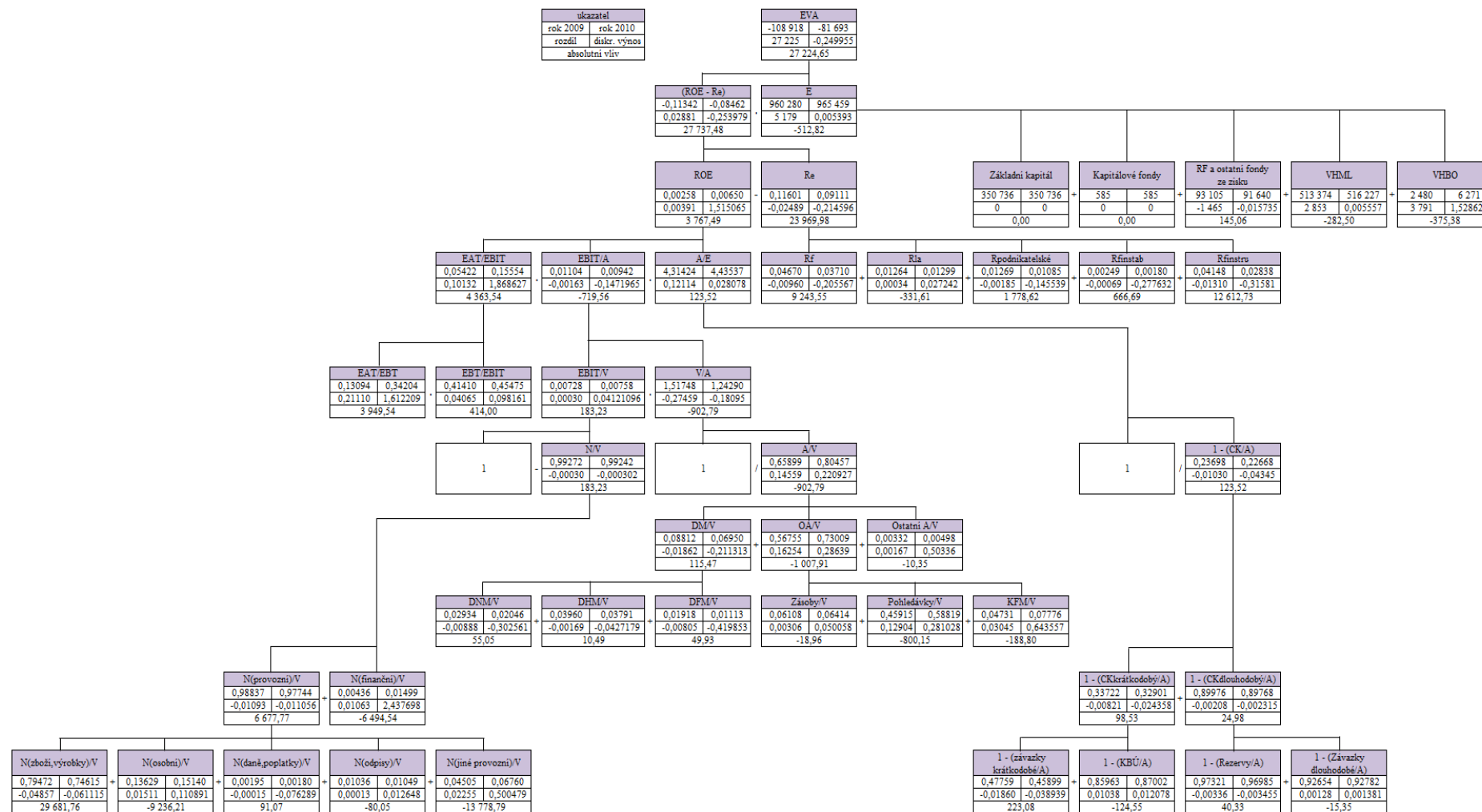
Text		2009	2010	2011	2012	2013
		% z nákladů	% z nákladů	% z nákladů	% z nákladů	% z nákladů
	<b>CELKOVÉ NÁKLADY</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,10	0,11	0,00	0,00	0,21
B.	Výkonová spotřeba	79,61	74,76	80,08	79,06	82,02
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	70,06	63,86	69,48	68,26	74,52
B.2.	Služby	9,55	10,90	10,60	10,80	7,50
C.	Osobní náklady	13,67	15,19	13,10	16,58	13,51
C.1.	Mzdové náklady	9,90	11,30	9,43	11,99	9,74
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,27	0,25	0,17	0,25	0,15
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3,24	3,35	3,24	4,04	3,33
C.4.	Sociální náklady	0,26	0,29	0,26	0,31	0,28
D.	Daně a poplatky	0,20	0,18	0,20	0,19	0,14
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	1,04	1,05	0,89	0,94	0,53
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0,58	0,34	0,75	0,84	0,47
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,01	0,03	0,03	0,01	0,03
F.2.	Prodaný materiál	0,57	0,31	0,73	0,83	0,44
G.	a komplexních nákladů příštích období	1,82	0,46	1,58	-0,90	-0,47
H.	Ostatní provozní náklady	2,12	5,98	2,46	1,49	2,81
	<b>Provozní náklady</b>	<b>99,14</b>	<b>98,08</b>	<b>99,07</b>	<b>98,20</b>	<b>99,22</b>
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,00	1,16	0,00	0,00	0,00
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-0,08	-0,57	0,27	0,86	0,02
N.	Nákladové úroky	0,43	0,41	0,29	0,32	0,15
O.	Ostatní finanční náklady	0,52	0,92	0,38	0,63	0,60
	<b>Finanční náklady</b>	<b>0,86</b>	<b>1,92</b>	<b>0,93</b>	<b>1,80</b>	<b>0,78</b>

Text		2009	2010	2011	2012	2013
		% z výnosů	% z výnosů	% z výnosů	% z výnosů	% z výnosů
	<b>CELKOVÉ VÝNOSY</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
I.	Tržby za prodej zboží	0,22	0,18	0,04	0,03	0,21
II.	Výkony	97,48	94,23	98,33	97,88	97,43
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	113,80	94,69	98,95	88,27	95,12
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-16,41	-0,57	-0,72	9,51	2,20
II.3.	Aktivace	0,09	0,11	0,10	0,10	0,11
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,67	0,46	0,84	0,95	0,71
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0,06	0,13	0,08	0,09	0,26
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	0,60	0,32	0,76	0,86	0,45
IV.	Ostatní provozní výnosy	1,40	4,31	0,57	1,03	1,56
	<b>Provozní výnosy</b>	<b>99,77</b>	<b>99,17</b>	<b>99,78</b>	<b>99,90</b>	<b>99,92</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0,00	0,57	0,00	0,00	0,00
X.	Výnosové úroky	0,04	0,09	0,10	0,09	0,04
XI.	Ostatní finanční výnosy	0,19	0,17	0,13	0,02	0,04
	<b>Finanční výnosy</b>	<b>0,23</b>	<b>0,83</b>	<b>0,22</b>	<b>0,10</b>	<b>0,08</b>

# Schéma pyramidového rozkladu ekonomické přidané hodnoty

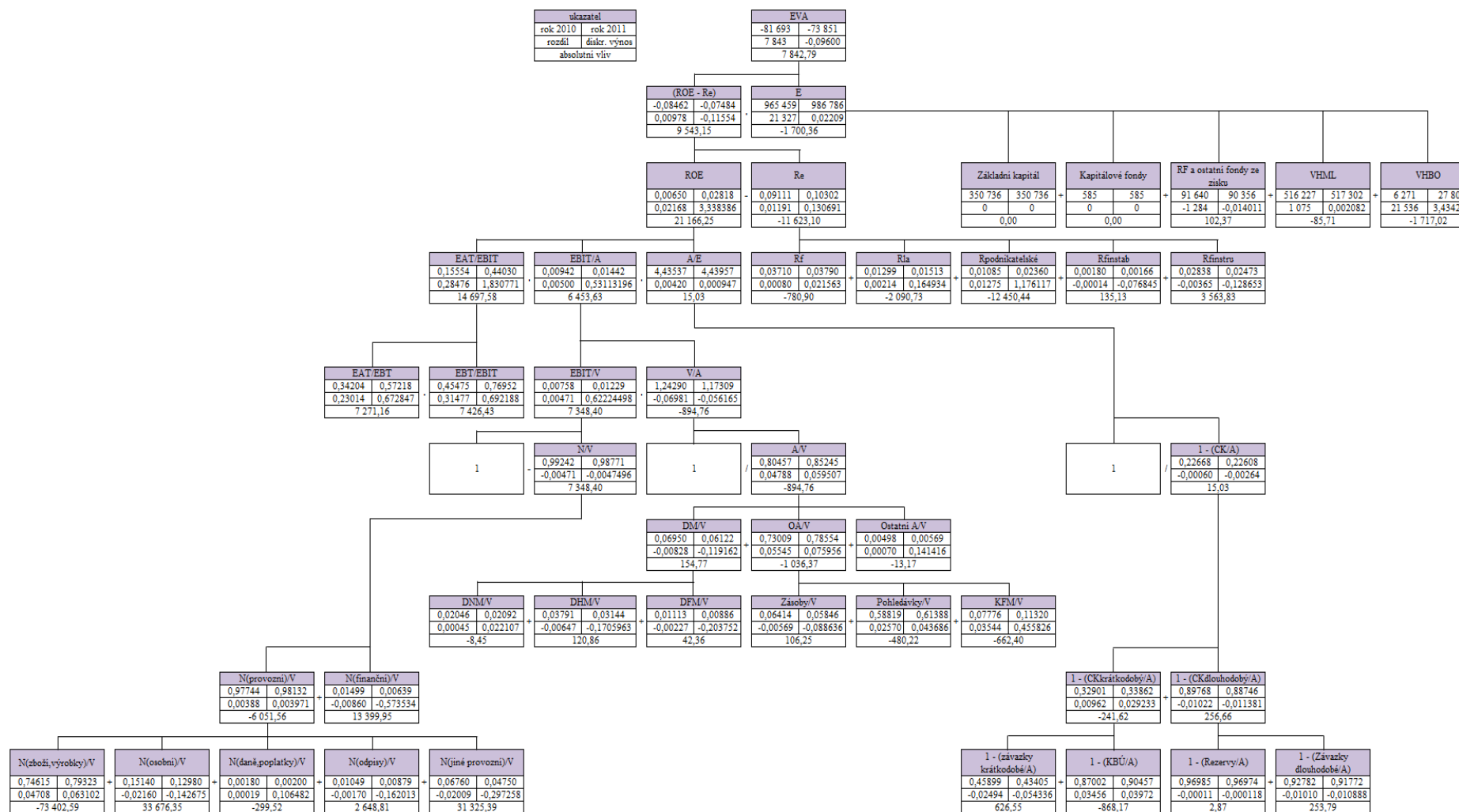


## Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty HOCHTIEF, a. s. za období 2009/2010

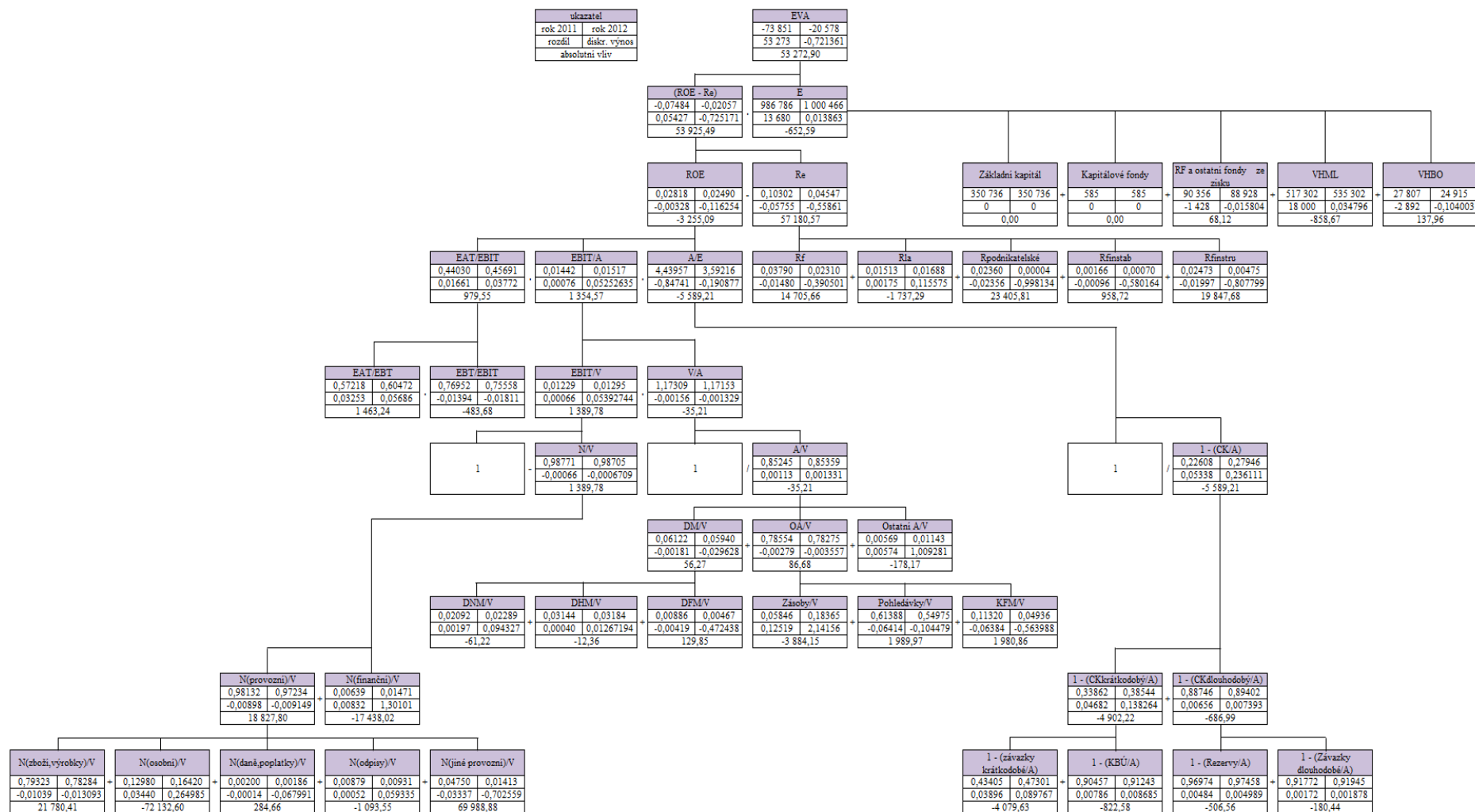




## Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty HOCHTIEF, a. s. za období 2010/2011



## Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty HOCHTIEF, a. s. za období 2011/2012



## Pyramidový rozklad ekonomické přidané hodnoty HOCHTIEF, a. s. za období 2012/2013

